

مركز البحوث والدراسات

الأسهم في المدى الطويل

المرشد القاطع للأسواق المالية العوائد وإستراتيجيات الاستثمار في المدى الطويل

جيرمي سيغل
رسل بالمر، أستاذ المالية العامة
كلية وارتون، جامعة بنسلفانيا

ترجمة

د. هند بنت محمد بن عبدالرحمن آل الشيخ

راجع الترجمة

د. أحمد إبراهيم ملاوي

بسم الله الرحمن الرحيم



مركز البحوث والدراسات

الأسهم في المدى الطويل

المرشد القاطع للأسواق المالية
العوائد وإستراتيجيات الاستثمار في المدى الطويل

جيرمي سيغل

رسل بالمر، أستاذ المالية العامة

كلية وارتون، جامعة بنسلفانيا

ترجمة

د. هند بنت محمد بن عبدالرحمن آل الشيخ

راجع الترجمة

د. أحمد إبراهيم ملاوي

١٤٤١هـ - ٢٠٢٠م

بطاقة الفهرسة

ح معهد الإدارة العامة، ١٤٤١هـ.

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر.

سيغل، جيرمي

الأسـهم في المـدى الطويـل - المرشـد القاطع للأسـواق الماليـة: العوائـد وإسـتراتيجيات الأسـتثمار في المدى الطويل / جيرمي سـيغل؛ رسـل بالمر؛ هند بنت محمد آل الشيخ؛ أحمد إبراهيم ملاوي - الرياض، ١٤٤١هـ.

٥٢٠ ص؛ ١٧ X ٢٤ سم.

ردمك: ١ - ١٨ - ٨٢٧٦ - ٦٠٣ - ٩٧٨

١- الأسـواق المالية. ٢- الأسهم. أ- بالمر، رسل (مؤلف مشـارك). ب- آل الشـيخ، هند بنت محمـد (مترجم). ج- مـلاوي، أحمد إبراهيم (مراجع). د- العنوان.

ديوي: ٣٣٢,٦٤٢ ١٤٤١/٥٥٤٩

رقم الإيداع: ١٤٤١/٥٥٤٩

ردمـــك: ١ - ١٨ - ٨٢٧٦ - ٦٠٣ - ٩٧٨

هذه ترجمة لكتاب:

STOCKS

for the

LONG

RUN

THE DEFINITIVE GUIDE TO FINANCIAL MARKET RETURNS AND LONG-TERM INVESTMENT STRATEGIES



قائمة المحتويات

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

الموضوع	الصفحة

تقديم للكتاب:

في يوليـو ١٩٩٧، قمـت بالاتصال ببيتر بيرنسـتين Peter Bernstein وقلـت له: إنني سـأكون في نيويـوركNew York وأرغب في تناول وجبة غداء معـه، وكان لدي حافز بعيد وراء ذلك؛ فقد أعجبني كثيراً كتابه: «أفكار رأسمالية: نشأة غير ملائمة لوول ستريت الحديث (wall street)» و«مجلة إدارة المحافظ» الذي كتبه وأضاف عليه تعديلات. تمنيت لو كانت هناك فرصة ولو ضئيلة ليوافق على كتابة مقدمة للطبعة الثانية من كتابي: «الأسهم في المدى البعيد».

رتب السـكرتير الخاص بـه موعداً لنا في أفضل المطاعم التـي يفضلها بيتر، وهو مطعم سيركس في أقصى الجهة الشرقية من المدينة، ووصل مع زوجته باربارا، وكان بحوزته الطبعة الأولى من كتابي، وعند وصوله سـألني إن كنت سأضع توقيعاً على الكتاب، فقلت: «بالطبع، سـأفعل»، وأجبت بأنه سـيكون لي الـشرف إذا ما كتب لي مقدمة الطبعـة الثانية، ووافق بابتسامة، وقضيت معه ساعة رائعة نتحدث فيها عن النشر والتوجهات الأكاديمية والمهنية في المجال المالي، كما تحدثنا عن الأشياء التي تعجبنا في فيلادلفيا ونيويورك.

لقد تذكرت وجبة الغداء هذه عندما علمت خبر وفاته في يونيو ٢٠٠٩م عن عمر يناهز الـ ٩٠ عاماً، فمنـذ لقائنا الأول من اثني عـشر عاماً، والتي كان بيتر منتجـاً فيها أكثر من أي وقـت مضى، حيث كتـب ثلاثة كتب أخرى، منها الكتاب الشـهير «القصة الاسـتثنائية للمخاطرة»، وعلى الرغم من خُطاه المتسارعة في الإنتاج العلمي، إلا أنه وجد الوقت لكتابة مقدمـة لكتابي في الطبعتين التاليتين. وعند قراءتي لكلماته في الإصدار الرابع، فإنني أرى أن كتاباته وآراءه العميقة حول الإخفاقات والمكاسـب التي يجنيها المسـتثمرون طويلو الأمد ما زالـت تنطبق عـلى الأوضاع الحالية، تماماً كما تنطبق عـلى الوضع منذ عقدين ماضيين، ولا أجد طريقة لتكريم ذكرى بيتر إلا أن أعيد حكمته هنا:

«يـرى البعض أن جمع البيانات أمرٌ مملٌ جـداً وبعضهم يعتبره نوعاً من التحدي، وقد حولهـا جيرمي سـيجل إلى فن، ولا يسـعك إلا أن تعجب بنطاق ووضوح وشـفافية الأدلة والمؤشرات التي قدمها البروفيسـور سـيجل لدعم موقفة من الاستثمار في الأسهم في المدى البعيد».

إلا أن كتابه هذا يتعدى العنوان، حيث ســنتعلم الكثير عن النظرية الاقتصادية، إضافة إلى معلومات إضافية عن التاريخ المبهر لكلٍ من الأســواق الرأســمالية والاقتصاد الأمريكي، من خلال توظيف التاريخ بشــكل كبير. لقد أعطى البروفيسور سيجل للأرقام حياة ومعنى كان من الممكن عدم الاســتمتاع بها لو أنها عُرضت بشــكل آخر. كما أنه بجرأة حارب فيها كافة العوارض التاريخية التي قد تتناقض مع بحثه أو مع انتصاراته البحثية الناشئة في هذا المجال - وهذا يشمل حقبة التسعينيات الجامحة.

يواصل جيرمي ســيجل في هذا الإصــدار الرابع بطريقة رائعة وشــيقة في تقديم أعمال ذات قيمة عالية تتعلق بكيفية الاســتثمار في سوق الأسهم بأفضل الطرق، كما أن إصداراته حول الســلوكيات المالية والعولمة وتبادل الأصول المتداولة قد أثْرت المادة الأصلية للكتاب، وأضافــت معلومات وتوجهات حديثة حول قضايا هامة وإضافة تعديلات قيّمة لكل أجزاء الكتــاب. كما أن النســخة المعاد إصدارهــا خضعت للكثير من التعديــلات الهامة، والمادة العلمية ذات القيمة المضافة، وتضمنت حججاً قوية لدعم توجه الاستثمار في «الأسهم على المدى البعيد». وســواء كنت مبتدئاً في الاســتثمار أو محترفاً، فإنك ســوف تتعلم الكثير عند قراءتك لهذا الكتاب.

جيرمي ســيجل لم يشعر بالخجل أبداً، وحججه في هذا الإصدار الجديد تثبت جراءته في الطــرح كما عهدنــاه. وأهم ما يميز هذا الكتاب هو اســتنتاجه الثنائي فيما يتعلق بالأخبار السيئة والجيدة. أولاً، في وقتنا الحاضر وفي هذا العالم المتصف بالعولمة، فإن نسب متوسط الســعر / الدخل أعلى من الســابق، إلا أن السعر / الدخل العالي تعتبر ميزة مختلطة، حيث إن ذلك يعني أن متوسط العوائد في المستقبل ستكون أقل مما كانت عليه في السابق.

لن أتطــرق إلى قضية التوقعات التي تتضمنها وجهة النظر هذه، ولكن من المحتمل أن حالات مشــابهة قد حدثــت في بيئات أخرى في الماضي، أي بيئــات تراجيدية وكذلك بيئات جيــدة. مــن أعظم الدروس التاريخية تلك التي تزعم أن بيئات الاقتصاد لا تدوم، فلا نعلم مطلقاً ماهي المشاكل أو الانتصارات التي يحملها لنا المستقبل للعشرين سنة المقبلة أو نحو ذلك، وما هو التأثير الذي قد تحدثه تلك القوى والمتغيرات على نسب السعر / الدخل.

ولكن لا ضير في ذلك؛ فأهم ملاحظة يراها البروفيسور سيجل حول المستقبل تتجاوز مجرد التوقعات المثيرة للجدل لتحقيق عوائد ذات متوسط أعلى وأدنى، حيث أشار قائلا: «على الرغم من أن هذه العوائد قد تتناقص عما كانت عليه في الماضي، فإن هناك سبباً مهماً وراء ذلك يدعونا للاعتقاد بأن الأسهم تبقى أفضل خيار استثماري، لجميع من يسعى للحصول على مكاسب مستقرة في المدى الطويل». «مبرر ساحق» تعبير غير كافٍ للتعليق على ما خلص إليه البروفيسور سيجل، حيث إن علاوة المخاطرة المدفوعة على الأسهم العادية في الأجل الطويل يجب أن تبقى كما هي إذا ما أريد البقاء للنظام. في النظام الرأسمالي لا يجب ولا يمكن للسندات التفوق على الأسهم في المدى البعيد. فالسندات هي عقود قابلة للتنفيذ في المحاكم القانونية، في حين أن الأسهم لا تعِد أصحابها بشيء - والأسهم تعتبر استثماراً مُخاطِراً، يتطلب درجة عالية من الإيمان بالمستقبل. لذلك؛ لا تعتبر الأسهم أفضل من السندات، لكننا نطالب بعوائد أعلى من الأسهم للتعويض عن المخاطر العالية.

ولو كان العائد في الأمد الطويل المتوقع من السندات أعلى من العائد في الأمد الطويل المتوقع من الأسهم، فإن الأصول سيتم تسعيرها بحيث لا يتم التعويض عن المخاطرة. وهذا الوضع لا يمكن الحفاظ عليه أو استدامته. لذلك؛ يجب أن تبقى الأسهم كأفضل خيار استثماري لجميع من يأملون بالحصول على أرباح مستمرة وطويلة الأمد، وإلا فإن نظامنا سينهار انهياراً مدوياً بدون تذمر.

بيتر بيرنستين

Peter Bernstein

المقدمة:

الإصـدار الرابع من كتاب «الأسـهم في المـدى البعيد» تم تأليفه عـام ٢٠٠٧م، وخلال السـنوات العديدة الماضية وبسبب التقدم في العمر، فقد بطأت سرعتي في البحث، وكذلك سرعة العديد من زملائي، وكثيراً ما أُسأل: لماذا أسعى جاهداً لإصدار طبعات جديدة لكتابي، وقـد أجبت بكل جديـة: «أعتقد أن هناك أحداثاً مهمة حدثت خلال السـنوات السـت الماضيـة»، وبالرغـم من أنها فعلاً أحداث قليلة إلا أنها هامة، فقد شـهد عام ٢٠٠٨م وعام ٢٠٠٩م أكبر ركود اقتصادي وانهياراً للسـوق منذ الكساد الكبير خلال فترة الثلاثينيات، فقد كان الخلـل كبيراً لدرجة أنني توقفت عن كتابة هذا الإصدار، حتى أتوصل إلى تصور أوضح عن أسباب وعواقب الأزمة المالية التي لم نتعاف منها بعد.

ونتيجـة لذلك؛ فـإن هذا الإصدار قد كتبته بتمعن وحرص شـديد أكـثر من أي طبعة سـابقة، وهـذا لا يعني أن ملخصات الإصدارات الأولى تحتـاج إلى تعديل؛ حيث إن ارتفاع قيمة سوق الأسهم الأمريكية إلى مستوى غير مسبوق في عام ٢٠١٣م يدعم الركيزة الأساسية لهذا الكتاب، وهو أن الأسهم في الواقع أفضل خيار استثماري طويل المدى على الإطلاق، لمن يعرفون التعامل مع تقلبات الأسـعار في المدى القصير. العوائد الحقيقية على المدى البعيد للمحافظ المتنوعة للأسـهم العادية، بقيت على نفس المسـتوى عنـد ٦,٧ بالمائة، كما كان التوقع في الإصدار الأول من الكتاب، حيث تطرقنا إلى موضوع العوائد منذ عام ١٩٩٢م.

مواجهة الأزمة المالية:

بسـبب الآثار القوية التي سببتها الأزمة، شـعرت أن ما حدث خلال السنوات العديدة الماضيـة يجـب أن يتم التطرق له كنقطه رئيسـية في هذا الإصـدار. لذلك؛ أضفت فصلين يصفـان أسـباب وعواقب الانهيار المـالي. يتطرق الفصل الأول حاليـاً إلى الملخصات الأهم لبحثي عن الأسهم والسندات، ويتتبع كيف يتعامل المستثمرون ومدراء الأموال والأكاديميون مع الأسهم خلال القرن الماضي.

والفصل الثاني يصف الأزمة المالية، ويضع اللوم على من يسـتحق اللوم وهم الرؤسـاء التنفيذيون لبنوك الاسـتثمار الكبرى والمنظمون والهيئة التشريعية، حيث انتهجوا سلسـلة

من الخطوات المدمرة التي أدت بوكالة ســتاندرد أند بورز، وهي أكبر وكالة تقييم إلى فتح تقييمها (AAA) لصكوك الرهن العقاري المعاد بيعها. هذا التقييم يعكس بغباء شديد أن هذه الصكوك آمنة مثل سندات الخزينة للحكومة الأمريكية.

الفصل الثالث يقدم تحليلاً عن الأثر البالغ للأزمة المالية على الأســواق المالية: الارتفاع غير المسبوق «لسعر الصرف السائد في البنوك» الذي يقيس كلفة رأس المال للبنوك، مما أدى إلى انهيار أســعار الأسهم إلى تقليص ثلثي قيمتها، حيث انخفضت قيمة العائد من أذونات الخزينة إلى صفر بل أقل من الصفر - وهو أقل مســتوى منــذ الحقبة المظلمة للثلاثينيات من القرن العشرين.

معظــم الاقتصاديين آمنوا بأن نظامنــا للتأمين على الودائع ومتطلبات الهامش والقواعد المالية كانت ســبب الأحداث المذكورة أعلاه، والتي تعتبر مستحيلة عملياً، حيث إن احتشاد القوى التي أدت إلى الأزمة مشــابهة لما حدث بعد انهيار ســوق الأســهم عام ١٩٢٩م، تم إصدار ســندات مدعومة برهن عقاري لتحل محل الأسهم كمتهم رئيسي*. وعلى الرغم من فشــل نظام الاحتياطي الفدرالي بشــكل ذريع في التنبؤ بالأزمة، فقد تبنَّى رئيس الاحتياطي الفيدرالي «بن برنانكي» خطواتٍ غير مسبوقة لتبقى الأسواق المالية مفتوحة، من خلال توفير الســيولة المالية في الأســواق المالية، وبهذا ضمن توفير تريليونات من الدولارات والقروض والإيداعــات قصيرة المدى، وهذه الخطوات ضخمت القوائم المالية للاحتياطي الفيدرالي إلى حوالي ٤ تريليون دولار، وهو خمسة أضعاف المستوى الدقيق. وأثارت الكثير من التساؤلات حول قدرة نظام الاحتياط الفيدرالي على تفكيك هذا التحفيز المالي غير المسبوق.

كما أن هذه الأزمة قد غيرت العلاقة بين مســتويات الأصول. فأســواق الأســهم العالمية أصبحت أكثر ارتباطاً، مما قلل من المكاســب الناجمة من تنويع الاستثمار عالمياً، وأصبحت سندات الخزينة الأمريكية والدولار من الأصول الآمنة «مأوى آمن»، وقد أدى ذلك إلى طلب غير مســبوق على الســنوات الفيدرالية المضمونة. كل الســلع ومنها الذهب، عانت خلال

* مشــتق مــن القروض العقارية غير مدفوعة القيمــة: هذا يعطي الحق للمالك بالمطالبة عــلى أصل الدين ومدفوعات الفائدة على القروض العقارية المؤمنة. ودفع أسعار الفائدة التي عادةً ما ترتبط أسعار الفائدة يدفعون أصحاب المنازل على الرهون العقارية. أي ما يعادل القســيمة على الأوراق المالية المدعومة برهن هو النســبة المئوية من الفوائد وأصل المدفوعة على القروض العقارية بدعم الأمن.

أسـوأ مراحل الركـود الاقتصادي، ولكن الثقة في المعادن الثمينة عـادت إلى ما كانت عليه؛ نتيجة التخوف من أن تولد سياسات البنك المركزي التوسعية معدلات عالية من التضخم.

أما الفصل الرابع، فقد تطرق إلى قضايا طويلة المدى تؤثر على مستوى رفاهنا الاقتصادي. فقـد أدى الركود الاقتصادي إلى ارتفاع عجز الخزانة الأمريكية إلى ١٫٣ تريليون دولار، وهي أعلى نسـبة للخسائر من إجمالي الناتج المحلي منذ الحرب العالمية الثانية. وأدى التباطؤ في نمو الإنتاجية الى إشاعة الخوف من أن مستويات المعيشة ستسوء بشكل كبير، أو قد تتوقف عند نفس المسـتوى، وهذا يثير تسـاؤلاً هاماً: هل أطفالنا سيكونون أول جيل يحصل على مستوى معيشي أقل من المستوى المعيشي لوالديهم؟

هذا الفصل فيه تحديث وتوسـع لنتائج الإصدارات الأولى، من خلال اسـتخدام بيانات جديـدة قدمتها هيئة السـكان في الأمم المتحدة، وكذلك اسـتخدمت توقعات الإنتاج التي قدمها البنك الدولي وصندوق النقد الدولي. إنني الآن أقوم بحسـاب توزيع الإنتاج العالمي للـدول الكبرى ومناطق العـالم المختلفة حتى نهاية القرن الحادي والعشرين. هذا التحليل يقـترح أنه على الرغم مـن أنه يجب على الدول المتقدمة زيـادة العمر الذي بموجبه تمنح الحكومات التأمين الاجتماعي والطبي، إلا أن هذه الزيادات سـتكون متوسـطة إن كان نمو الإنتاجية للاقتصادات الناشئة قوياً.

المادة الجديدة الأخرى في الإصدار الخامس:

على الرغم من أن الأزمة المالية وآثارها هي المرتكز الأساسي لهذا الإصدار الخامس، إلا أنني قمت بتعديلات كبيرة، ليس فقط بتحديث كل الجداول والرسـوم البيانية حتى عام ٢٠١٢م، بل تم التوسـع في الفصل الخاص بتقييم الأسـهم ليشمل تحليل نماذج هامة وجديدة للتنبؤ، مثل: نسبة كيب «CAPE»، وأهمية هوامش الربح كمحدد لعوائد الأسهم المستقبلية.

الفصـل التاسـع عشر والخـاص «بتقلبات السـوق» يحلل «الانهيار الربحي» في شـهر مايـو٢٠١٠م، ويوثق كيف كان عدم الثبات مصاحباً للأزمة الماليـة، مقارنةً بالأزمة البنكية خلال فـترة الثلاثينيات من القرن العشرين، والفصل العـشرون يُظهر مرة أخرى أنه باتباع قاعدة تقنية بسـيطة مثل قاعدة المتوسـط المتحرك ٢٠٠ يوم، كان من الممكن تجنب أسوأ ارتفاع للسوق حدث مؤخراً.

كـما يتطرق هذا الإصدار إلى ما إذا كان اختلاف التقويم المشـهور، مثـل: «تأثير يناير، تأثير الأسـهم الصغيرة» و«تأثير سـبتمبر»، قد نجح خلال العقدين الماضيين على البقاء منذ تم وصفه في الإصدار الأول لهذا الكتاب، كما أنني أضفت وللمرة الأولى وصفاً لـ «اسـتثمار السـيولة»، وشرحت كيف يمكن أن تكمل «حجـم» و«قيمة» التأثيرات التي وجد الباحثون أنها محددات هامة لعوائد الأسهم الفردية.

ملاحظات ختامية:

لقد تشرفتُ وسعدت للقبول الذي حظيَ به كتاب «الأسهم في المدى البعيد». فمنذ نشر الطبعة الأولى قبـل عشرين عاماً تقريباً أعطيت مئات المحاضرات عن الأسـواق والاقتصاد حـول العالم، واسـتمعت عن قرب للأسـئلة التي يطرحها الحـاضرون، وتلقيت العديد من الرسائل والمكالمات الهاتفية ورسائل البريد الإلكتروني من القراء.

وللتأكيـد، فإن هناك أحداثاً غير عادية حصلت في أسـواق رأس المال في السـنوات الماضية، وحتى أولئك الذين آمنوا بأهمية الأسهم كاستثمار طويل الأمد، خضعت قناعاتهم لاختبار صعب خلال الأزمة المالية. في عام ١٩٣٧م ذكر جون مينارد كينز في كتابه «النظرية العامة في التوظيف وأسعار الفائدة والنقود»: «أن الاستثمار المبني على التوقعات طويلة المدى يعتبر صعباً في الوقت الحاضر، كما أنه نادراً ما يمكن اعتباره عملياً»، ولن يكون أسهل بعد ٧٥ سنة لاحقة.

لكن أولئك الذين تمسكوا بالأسهم تمكنوا من الربح دائما، ولم يكسب أحد المال على المدى البعيد من خلال المراهنة ضد الأسـهم أو على مسـتقبل نمو اقتصادنا. ونأمل أن يكون هذا الإصدار الأخير دافعاً لأولئك الذين حتماً سيصابون بالقلق عندما يتشاءم بعض الاقتصاديين والمستثمرين. مرة أخرى يثبت لنا التاريخ على نحو مقنع أن الأسهم كانت وستبقى أفضل خيار استثماري لكل من يبحث عن مكاسب على المدى البعيد.

جيريمي سيجل

نوفمبر ٢٠١٣م

Jeremy J. Siegel

November 2013

شكر وتقدير:

من المستحيل حصر جميع الأشخاص والمنظمات الذين أشادوا بكتاب الأسهم في المدى البعيد، وشجعوني على تحديث البيانات، بل والتوسع عن الإصدارات السابقة. الكثيرون ممن قدموا لي بيانات لإصداراتي الأربعة الأولى ساهموا بصدر رحب بتزويدي ببيانات محدثة للطبعة الخامسة. ديفيد بيانكو (David Bianco) كبير محللي الأسهم الأمريكية في بنك دوتشيةDeutsche Bank، صاحب العمل التاريخي في عوائد وأرباح ستاندرد اند بوز ٥٠٠، كان هاماً جداً للفصل الخاص بتقييم البورصة، أيضا والتر لنارد (Walter Lenhard) كبير محللي الاستثمارات في فان قارد، مرة أخرى قدم بيانات تاريخية عن أداء صناديق الاستثمار التعاونية للفصل ٢٣. أيضا ساعدني زميلي الجديد جيرمي توبكمان (Jeremy Tobacman) من وارتون في تحديث الجزء الخاص بسلوكيات المالية.

ولم يكن هذا الإصدار أن يرى النور، لولا العمل الشاق الذي قام به شون سميث Shaun Smith الذي أعد البحوث، وتحليل البيانات للإصدار الأول للكتاب في أوائل التسعينيات، وجيرمي سوارتز الذي كان الباحث الرئيسي المسؤول عن الجزء اللخاص بـ «المستقبل للمستثمرين»، أيضاً قدم مساعدات قيمة لهذا الإصدار.

أريد أن أقدم شكراً خاصاً لآلاف المستشارين الماليين من شركات مالية كثيرة مثل: ميرل لينش Merrill Lynch ومورقان ستانلي Morgan Stanley ويو بي إس UBS وويلز فارقو Wells Fargo وكثيرين ممن قدموا لي التغذية الراجعة النقدية في الندوات والمنتديات المفتوحة، حول الإصدارات السابقة من «الأسهم في المدى البعيد».

وكما في السابق، كان الدعم من عائلتي الأهم في كوني قادراً على كتابة هذا الإصدار، والآن بما أن أبنائي كبروا ويعيشون خارج المنزل، كانت زوجتي إلين Ellen هي من دفع الثمن كاملاً من الساعات الطويلة التي أقضيها في مراجعة هذا الكتاب. حددت موعداً نهائياً في ١ سبتمبر لتسليم الكتاب لدار ماكقرو هيل McGraw-Hill، حتى نستطيع الذهاب في رحلة بحرية من البندقية نحو الأدرياتيكي. وعلى الرغم من أنني لم أستطع الوعد بأن هذا الإصدار سيكون الأخير، فإنني على يقين أنه بعد إنجاز هذا المشروع سيكون هناك وقت محبب لكلينا.

الجزء الأول

عائدات سوق الأسهم

الماضي والحاضر والمستقبل



الفصل الأول
حالة الأسهم

الحقائق التاريخية والخيال الإعلامي:

«فلسـفة العـصر الجديد - بأن الأسـهم «الجيدة» أو «الأسـهم القيادية» هي خيارات اسـتثمارية جيـدة، بغض النظر عـن ارتفاع الثمن المدفـوع فيها - انخفاض السـعر لأقل مستوياته هو وسيلة للترشيد تحت عنوان «الاستثمار استسلام عالمي لحُمّى القمار».

بنجامين جران وديفيد دودد، محلل أدوات مالية[1].

الاسـتثمار في الأسـهم أصبح هواية قومية وهوس قومي وإشـارة إلى كارل ماركس، فإنه عقيدة الجماهير.

روجر لونستين «السوق المشتركة: حماس العامة للاستثمار»[2].

الأسهم على المدى الطويل عند سيغل؟ نعم كل ما هو جيد في الوقت الراهن هو حاجز للباب.

مستثمر في مداخلة هاتفية لقناة سي إن بي سي، مارس ٢٠٠٩م[3].

يمكن لأي شخص أن يصبح غنياً:

في سـبتمبر من عام ١٩٢٩م، قام الصحفي صامويل كرواثر Samuel Crowther بإجراء مقابلـة مع جون. جي راسـكوب John J. Raskob كبير المـدراء الماليين التنفيذيين بشركة جنرال موتورز، وسـأله عن كيف يبني الشـخص العادي ثروة من خلال الاستثمار في سوق الأسـهم. وفي شهر أغسـطس من تلك السنة، نشر كرواثر مقال: «أفكار راسكوب» في مجلة لديز هوم، بعنوان «يجب على كل فرد أن يكون غنياً».

ادعى راسـكوب في هـذه المقابلة بأن أمريكا على عتبة توسـع صناعـي ضخم، وقال: إن اسـتثمار ١٥ دولاراً أمريكياً شهرياً في سوق الأسهم، سـتجعل المستثمر يتوقع نمو ثروته باضطراد، لتصـل إلى ٨٠,٠٠٠ دولار خلال العشرين عاماً القادمة. يقدر هذا العائد بحوالي

٢٤٪ سنوياً، ولكن هذه التوقعات تبدو مربكة في مناخ الاستثمار في أسواق الأسهم. في العشرينيات من القرن العشرين، قام ملايين المستثمرين بوضع مدخراتهم في سوق الأسهم بحثاً عن الربح السريع.

وفي ٣ سبتمبر عام ١٩٢٩م، وبعد أيام قليلة من ظهور خطة راسكوب، قفز مؤشر Dow Jones الصناعي إلى معدلات تاريخية؛ حيث بلغ ٣٨١,١٧ نقطة. وبعد سبعة أسابيع، انحدر سوق الأسهم، وشهدت الأشهر الأربعة والثلاثين التالية أكبر انهيار في قيمة الأسهم في تاريخ الولايات المتحدة الأمريكية.

في ٨ يوليو ١٩٣٢م، وعندما انقشعت سحابة الانهيار، استقر مؤشر Dow Jones الصناعي ٤١,٢٢ نقطة، وانخفضت القيمة السوقية أونصة لأعظم الشركات العالمية إلى نسب لا تصدق؛ حيث بلغت ٨٩٪ وبذلك تبخرت مدخرات ملايين المستثمرين، وأُجبر آلاف المستثمرين الذين اقترضوا من البنوك من أجل شراء الأسهم إلى إعلان إفلاسهم، وبذلك دخلت أمريكا في أعمق كساد اقتصادي شهدته في تاريخها.

وقد أثرت نصائح راسكوب بشكل كبير في مناخ الاستثمار في السنوات التي تلت ذلك الانهيار، وقيل إنها تعكس جنون أولئك الذين صدقوا بأن السوق سيظل مرتفعاً إلى الأبد، وكذلك تعكس غباء أولئك الذين تجاهلوا المخاطر الجمة التي تحيط بسوق الأسهم. أعلن السناتور «آرثر روبنسون» نائب انديانا على الملأ مسؤولية راسكوب عن انهيار سوق الأسهم؛ بسبب حثِّه الناس العاديين على شراء الأسهم في ذروة أسعار السوق[٤].

في عام ١٩٩٢م وبعد ٦٣ سنة، حذرت مجلة فوربز المستثمرين من المبالغة في تقييم الأسهم في موضوع الغلاف المعنون: «الوهم العام والجنون الجماعي»، وذلك في استعراض تاريخ دورة سوق المال. اتهمت فوربز «راسكوب» بأنه أسوأ مجرم من بين أولئك الذين ينظرون إلى سوق الأسهم، على أنه الماكينة المضمونة لنمو الثروة[٥].

الحكمة التقليدية ترى بأن نصيحة «راسكوب» كذبة ووهم، حيث يسير وول ستريت Wall Street من فترة لأخرى. لكن هل يعد هذا الحكم عادلا؟ الجواب بالتأكيد: لا؛ لأن الاستثمار في الأسهم لفترات طويلة أثبت أنه إستراتيجية ناجحة، سواء بدأ الفرد خطة استثماره في ذروة السوق أو في وقت هبوطه. إذا قمت بحساب قيمة محفظة استثمارية

لشخص نصحه «راسكوب» في عام ١٩٢٩م، وبصبر استثمر ١٥ دولاراً كل شهر في سوق الأسهم، ستجد أن رصيده التراكمي يتفوق على الشخص الذي استثمر نفس المبلغ في سندات خزينة بعد أقل من أربع سنوات. بحلول عام ١٩٤٩م، ستراكم محفظته الاستثمارية لتبلغ ٩,٠٠٠ دولار وبعائدات ٧,٨٦٪ سنوياً، أي أكثر من ضعفي العائدات السنوية على السندات. وبعد ٣٠ سنة، ستنمو المحفظة إلى أكثر من ٦٠,٠٠٠ دولار أمريكي، بعائد سنوي يصل إلى ١٢,٧٢٪. وبالرغم من أن تلك العوائد لا تصل إلى توقعات راسكوب العالية، إلا أن إجمالي العائد على المحفظة لمدة أكثر من ثلاثين عاماً، يزيد عن ثمانية أضعاف العائد التراكمي على السندات، وأكثر من تسعة أضعاف العائد على أذونات الخزينة. أما الذين لم يقوموا بشراء أسهم في سوق المال، معتبرين أن الانهيار العظيم مبرراً كافياً لعدم دخولهم السوق، فقد وجدوا أنفسهم متخلفين بمراحل عن المستثمرين الذين قاموا بتجميع أسهم ذات قيمة[٦].

إن قصة توقعات جون راسكوب الشهيرة تعتبر محطة مهمة في تاريخ وول ستريت Wall Street. إن الأسواق الجاذبة والطاردة قد قادت إلى قصص مثيرة ولا تصدق عن الأرباح التي حصل عليها البعض، والخسائر المهولة التي مُني بها آخرون، إلا أن الذين يستثمرون بأناة وصبر في سوق الأسهم والذين لم يتأثروا بعناوين الصحف، كانت خياراتهم أفضل ممن استثمروا في السندات أو الأصول الأخرى. حتى الأحداث العصيبة، مثل: انهيار الأسهم في عام ١٩٢٩م، والأزمة المالية في عام ٢٠٠٨م، لم تؤثر في تفضيل سوق الأسهم كخيار للاستثمار طويل الأجل.

العائدات على الأصول منذ ١٨٠٢م:

الشكل (١-١) يعد أهم شكل إيضاحي في هذا الكتاب؛ فهو يتتبع التراكم الحقيقي (بعد التضخم) للثروة عاماً بعد عام، لمستثمر افتراضي قام باستثمار دولار واحد في: (١) سوق الأسهم، (٢) سندات حكومية طويلة الأجل، (٣) أذونات خزينة، (٤) الذهب، (٥) شراء العملة الأمريكية خلال القرنين الماضيين. هذه العوائد يُطلق عليها: إجمالي العوائد الحقيقة، وتشمل الدخل الموزع من الاستثمار (إن وجد)، بالإضافة إلى الأرباح أو الخسائر، وجميعها مُقاسة بقوة شرائية ثابتة.

هذه العائدات تظهر في الشكل البياني التالي على شكل معدلات أو بيان لوغاريتمي. ويستخدم الاقتصاديون هذا المقياس لعرض المعلومات التي تم جمعها عن فترات طويلة

المدى، حيث إن المســافة العمودية في الرســم البياني تمثل نفس التغير في النسبة وعلى البيان اللوغاريتمي، فإن الانحدار لخط التوجه يمثل الثابت بعد حساب معدل التضخم في العائدات.

إن العائدات السنوية الحقيقية التراكمية لتلك الأصول قد رصدت في الشكل البياني. وعلى مدى ٢١٠ ســنة، قمت بفحص عائدات الأســهم، فوجدت أن العائدات الحقيقية للمَحافظ المتنوعة قد حققت معدل ٦,٦٪ في السنة، وهذا يعني أن متوسط عائدات المحفظة المتنوعة مثــل صناديق المؤشرات، قارب الضعف في القوة الشرائية كل عقد من الزمان خلال القرنين الماضيــين. العائد الحقيقي على اســتثمار ثابت قد أظهر متوســطاً منخفضــاً جداًبالمقارنة. بالنسبة للسندات الحكومية طويلة الأجل، فقد بلغ معدل العائد الحقيقي ٣,٦٪ في السنة. وبالنسبة للسندات قصيرة الأجل، حقق العائد معدل ٢,٧٪ فقط في السنة.

حقق معدل العائد الحقيقي للاســتثمار في الذهب ٠,٧٪ في الســنة. وفي المدى الطويل، بقيت أسعار الذهب متعدية لمعدلات التضخم لكن ليس بمعدل كبير. الدولار حقق خسارة على المتوسط بمعدل ١,٤٪ في السنة.



الشكل (١-١) إجمالي العوائد الحقيقية على الأسهم والسندات والأذونات والذهب والدولار الأمريكي، ١٨٠٢م - ٢٠١٢م

وبالنســبة للقوة الشرائية منذ ١٨٠٢م، فقد ظل يتهالك بشكل سريع ومريع منذ الحرب العالميــة الثانية. وســنقوم في الفصل الخامس باســتقصاء تفاصيل السلاســل الزمنية لتلك العائدات؛ لنرى كيف تم بناؤها.

لقد استخدمت أفضل خط انحدار إحصائي للعائدات الحقيقية للأسهم في الشكل (١-١). إن ثبات العائدات الحقيقية أمرٌ مذهل. عائدات الأســهم الحقيقية في القرن التاســع عشر لم تختلف كثيراً عن العائدات الحقيقية في القرن العشرين، مع ملاحظة أن الأسهم تتذبذب ارتفاعــاً وانخفاضاً على خــط الانحدار الخطي، ولكن ظلت العائــدات محافظة على نفس الوجهة. يسمي الاقتصاديون هذا السلوك: «متوسط الاسترداد» MEAN REVORSION، وهي خاصية تشير إلى أن فترات الارتفاع لمتوسط العائدات المشار إليها أعلاه، عادةً ما يتبعها فترات بالانخفاض الى أدنى متوسط للعائدات والعكس صحيح. لا توجد أصول أخرى، مثل: الســندات، البضائــع أو الدولارات، يمكن أن يظهــر معدل الثبــات في عوائدها على المدى الطويل، مثل الثبات في معدل العائدات الحقيقية على الاستثمار في الأسهم.

إلا أنه على المدى القصير، تكون العائدات على الأسهم في غاية التقلب، وتتأثر بالتغيرات في الأربــاح، ومعدلات الفوائد والمخاطر وعــدم الثبات، والعوامل النفســية، مثل: التفاؤل والتشــاؤم، وكذلــك الخوف والطمع، ولكن يبقى التذبذب في الســوق عــلى المدى القصير ليس ذا أهمية كبيرة، لكن يظل يســتحوذ على اهتمام المستثمرين والصحافة المالية، مقارنةً بالتحرك الكبير إلى الأعلى في عائدات سوق الأسهم.

ســأقوم فيما تبقى من هذا الفصل بدراســة كيف ينظر الاقتصاديون والمســتثمرون إلى قيمة الاســتثمار في الأســهم عبر التاريخ، وكيف تؤثر عوامل الســوق الجاذبة والطاردة عند الجمهور وآراء المستثمرين المحترفين.

نظرة تاريخية على الأسهم كوسيلة استثمارية:

خلال القرن التاســع عشر، ظلت الأسهم حكراً على المغامرين والعارفين بها من المجتمع المالي، لكن قطعاً لم تكن خياراً للمستثمرين المحافظين، ولم تكن حتى بدايات القرن العشرين تحظى باهتمامات الباحثين، والذين تيقنوا بعد حين أن ســوق الأســهم ربما تكون مناســبة للاستثمار، تحت ظروف اقتصادية معينة تناسب المستثمرين من خارج القنوات التقليدية.

في النصـف الأول مـن القرن العشريـن، كان الاقتصادي الأمريكي العظيم البروفيسـور «ايرفينج فيشر Irving Fisher»، الأسـتاذ بجامعة ييل والمسـتثمر الناجح، آمن بأن الأسهم تتفوق على السـندات خلال فترات التضخم، في حين تتفوق السندات على الأسهم في فترات الركود الاقتصادي. تصورٌ أصبح هو الحكمة السائدة خلال تلك الفترة[٧].

«ادجـر لورانس سـميث Edgar Lawrence Smith» محلل مالي ومدير اسـتثمارات خلال العشرينيات من القرن العشرين، بحث في تاريخ أسـعار الأسهم وحطم تلك الحكمة السـائدة. سميث كان أول من قال بأن تراكم الاستثمار في مَحافظ متنوعة للأسهم العادية، تتفوق في الأداء على السـندات، ليس فقط عندما تكون أسـعار السلع مرتفعة، ولكن أيضاً عندما تنخفض الأسـعار. ونشر سـميث دراسـاته في عام ١٩٢٥م في كتاب عنوانه «الأسهم العامة كاستثمارات طويلة الأجل»، وفي مقدمة هذا الكتاب قال ما يلي:

> هذه الدراسـات هي عبارة عن سـجل للفشل؛ الفشـل في حقيقة استدامة النظرية السـابقة (نظرية كون). السندات ذات التقييم العالي برهنت على أنها وسيلة أفضل للاستثمار، خلال الفترات التي يحدث فيها انخفاض لأسعار السلع[٨].

استمر سميث في موقفة بأن الأسهم يجب أن تكون جزءاً أساسياً من محفظة المستثمر. وبفحص العائدات على الأسـهم خلال الحرب الأهلية، اكتشـف سـميث Smith أن هناك فرصة ضئيلة جداً للمسـتثمر للانتظار فترة طويلة (حددها من ٦ سـنوات إلى ١٥سنة كحد أقصى)، قبل أن يكون قادراً على اسـترداد قيمة أسهمه ويحصل على أرباح، واستنتج سميث Smith التالي:

> «لقد وجدنا أن هناك قوة تعمل في سوق الأسهم العام وتؤثر بشكل مباشر في رفع قيمتها الأصلية، إلا إذا كنا سـيئي الحظ للغاية عند الاسـتثمار في فترة ذروة الأسعار، وهي الفترات التي يكون فيها متوسط القيمة السوقية لما تملكه من أسـهم أقل من المبالغ التي قمنا بدفعها عند الشراء، مقارنةً بقِصر المدة. إن المخاطر في مثل هذه الحالات المتطرفة تبدو متأثرة بعامل الزمن وحده»[٩].

إن الخلاصة التي توصل إليها سميث Smith صحيحة، ليس فقط بالنظر الى أداء الأسهم تاريخياً وإنما مستقبلياً. إن استرداد المبالغ المستثمرة في عام ١٩٢٩م في ذروة الأسعار أخذت

ما يزيد عن ١٥ عاماً بقليل، وكان ذلك بعد فترة انهيار للسوق تفوق أي فترة سبق لسميث أن درسها. ومنذ الحرب العالمية الثانية، تحسنت أوضاع فترات استرداد الاستثمار في الأسهم، بما في ذلك فترة الأزمة المالية في ٢٠٠٨م، والتي شهدت أسوأ سوق طارد منذ الثلاثينيات من القرن العشرين، وأطول فترة بالنسبة للمستثمر ليسترد أصل الاستثمار في سوق الأسهم (بما في ذلك الأرباح التي أعيد استثمارها)، كانت خمس سنوات وثمانية أشهر من أغسطس ٢٠٠٠م إلى أبريل ٢٠٠٦م.

تأثير أعمال سميث:

كتب سميث كتابه في حقبة العشرينيات، وهي الفترة التي زامنت بداية واحد من أكثر الأسواق الجاذبة للاستثمار في تاريخنا، ونتائجها سببت حراكاً في الدوائر الأكاديمية والاستثمارية. المجلة المرموقة The Economist أشارت إلى أنه «يجب على كل مستثمر أو وسيط أسهم ذكي أن يدرس بعناية كتاب سميث الصغير، ثم يختبر بنفسه هذه التجربة ويعرف نتائجها المدهشة»[10].

عبرت أفكار سميث Smith المحيط الأطلسي بسرعة، وأصبحت مادة للنقاش في المملكة المتحدة. قام «جون ماينارد كينز» الاقتصادي البريطاني الضليع، مخترع نظرية حلقة الأعمال، والتي أصبحت مرجعاً لأجيال المستقبل من الاقتصاديين، بدراسة كتاب سميث Smith بإعجاب شديد، وذكر كينز Keynes:

> «إن النتائج صادمة، وقد وجد السيد سميث Smith تقريباً في كل حالة أن الأسهم العادية لا تؤدي فقط أداءً حسناً في الفترات الطويلة عند ارتفاع الأسعار، وإنما عند هبوطها أيضاً»، وهذا هو الواقع الفعلي المطابق بالضبط لما حدث في الولايات المتحدة خلال الخمسين سنة الماضية، وهي دليل ملموس على أن تحيز المستثمرين ومؤسسات الاستثمار لصالح السندات كخيار (آمن)، وضد الاستثمار في الأسهم - حتى الأفضل منها - لاعتقادهم بأن أداءها يعتمد غالباً على طابع (المضاربة والتخمين)، وقد قاد ذلك نسبياً إلى المبالغة في تقييم السندات والتقليل من تقييم الأسهم العامة[11].

النظرية العامة للاستثمار في الأسهم:

حظيت كتابات سميثSmith بمصداقية بين الأكاديميين عند نشرها في عدد من المجلات المرموقــة، مثل: مجلــة Review of Economic Statistics Journal of the American Statistical Association[12].

حاز ســميث Smith على شــهرة عالمية، عندما قام سيجفرايد ستيرن Siegfried Stern بنشر دراسته المعمقة لعائدات الأسهم العامة في ١٣دولة أوروبية، للفترة منذ بداية الحرب العالمية الأولى وحتى ١٩٢٨م. أوضحت دراسة ستيرن Stren أن ميزات الاستثمار في الأسهم العامة، ومقارنةً بالاســتثمار في السندات والوسائل الاســتثمارية الأخرى قد تجاوزت حدود الأســواق المالية للولايات المتحدة الأمريكية[١٣]. وحتــى إن البحث الذي أظهر تميز وأفضلية الأسهم مقارنةً بالسندات، أصبح معروفاً بـ«نظرية الأسهم العامة للاستثمار»[١٤].

ذروة السوق:

أثرت بحوث سميث Smith في تغيير وجهة نظرة الاقتصادي ايرفينج فيشرIrving Fisher من جامعة يال، والذي ينظر إلى أبحاث ســميث كتأكيد لما يؤمن به من أن الســندات قد بولغ في تقييمها، كأكثر الأدوات الاســتثمارية أمناً في عالم لا يمكن التنبؤ به بمستوى التضخم. في عام ١٩٢٥م، لخص فيشر النتائج التي توصل إليها ســميث، وربطها بالمشاهدات الواعية لسلوك المستثمرين:

> يبــدو أن الســوق قد بالــغ في مســتوى أمــان الأدوات الماليــة «قليلة المخاطرة / الأمنه» وتم دفع الكثير في مقابلها، وكذلك بالغ السوق في تضخيم المخاطــر مــن الأدوات المالية عاليــة المخاطرة، مما قلل الدفــع في مقابلها، وهــذا يعني أن الدفع تم بمبالغ كبيرة لعمليات آنية، ودفع مبالغ قليلة جداً لعائدات لاحقة، وذلك في النهاية ســبّب خلطاً بين الدخل الآني المتدفق من الســندات، والدخل الحقيقي المستمر من الأســهم الذي لا يملكه المستثمر، وهنا تتفوق الأســهم على السندات؛ لأننا نقارن دخلاً حقيقياً مستمراً مقابل قوة شرائية[١٥].

ايرفينج فيشر Irving Fisher «الهضبة دائمة العلو»:

يعد الكثيرون أن بروفيسور فيشر واحداً من الاقتصاديين العظماء في الولايات المتحدة الأمريكية، وأباً للنظرية الرأسمالية وليس مجرد شخص أكاديمي. فلقد قام بالتحليل والتنبؤ بأحوال السوق المالية، وكتب العديد من النشرات في شتى المواضيع، تنوعت من المواضيع الصحية وحتى الاستثمارية، وقام بإنشاء شركة ناجحة جداً تُعنى ببطاقات الأداء بالاستناد إلى أحد براءات الاختراعات الخاصة به. كما أنه ينتمي إلى الطبقة الوسطى، وقد قدرت ثروته الشخصية في صيف عام ١٩٢٩م بأكثر من ١٠ مليون دولار، أي ما يزيد عن ١٠٠ مليون دولار أمريكي بقيمتة الحالية[١٦].

ايرفينج فيشر Irving Fisher وكغيره من الاقتصاديين في عشرينيات القرن الماضي، يعتقد بأن إنشاء نظام الاحتياطي الفيدرالي في عام ١٩١٣م كان قراراً هاماً، وعمل على تخفيض حدة التذبذبات الاقتصادية. وبالفعل، كانت العشرينيات من القرن الماضي فترة اتسمت بالنمو الثابت المستقر، ونجد أن التذبذبات السوقية الناتجة عن عدم استقرار المتغيرات الاقتصادية، مثل: الإنتاج الصناعي وأسعار المنتجين، انخفضت بشكل كبير، وهو العامل الذي يحدد أسعار الأصول ذات المخاطر العالية مثل الأسهم. وكما سنرى في الفصل التالي، هناك تشابه كبير بين الاستقرار في العشرينيات، والعقد الذي يلي الفترة الأخيرة من عام ٢٠٠٨م وهي فترة الأزمة المالية العالمية. في الفترتين، لم تكن دورة الأعمال معتدلة فحسب، بل إن الثقة العميقة في الاحتياطي الفيدرالي تبعثرت، بحيث لن يكون قادراً على معالجة آثار الأزمة، لا إن لم يكن قادراً على إزالتها.

في عام ١٩٢٠م، أصبح سوق الأسهم الصاعدة جاذباً، وعمل على استقطاب ملايين الأمريكيين للاستثمار في سوق الأسهم، وساعدت سمعة فيشر Fisher كمتنبئ جيد بالسوق على اتباع عددٍ كبيرٍ من المستثمرين والمحللين له، وزادت اضطرابات السوق المالي في أوائل أكتوبر ١٩٢٩م من اهتمام المتابعين لتصريحاته.

لم يندهش مراقبو السوق في أمسية ١٤ أكتوبر ١٩٢٩م، عندما وصل ايرفينج فيشر Irving Fisher إلى نادي التداول المالي في مدينة نيويورك New York؛ للتحدث إلى المستثمرين في الاجتماع الشهري لجمعية وكلاء المشتريات Purchasing Agent Association، وحضر

الاجتــماع عددٌ كبير مــن الناس بمن فيهم مراســلو الوكالات والصحف. قلق المســتثمرين كان في ازدياد منذ بداية ســبتمبر، عندما تنبأ روجر بابسون Roger Babson رجل الأعمال وخبير الســوق بحدوث انهيارٍ مُدوٍّ في أســعار الأسهم[١٧]. وقام فيشر Fisher بدحض النظرة التشــاؤمية لبابسون، معلقاً بأن بابســون Babson كان بعيداً عن السوق لفترة من الزمن. لقد كان الجمهور يبحث عن هذا النوع من إعادة الاطمئنان إليهم، من قِبل الرجل العظيم الذي دافع عن الأسهم لمدة طويلة.

لم يُصب الحاضرون بخيبة أمل مما ســمعوا، ولكن بعد عــدد من الملاحظات التقديمية أورد فيشر Fisher عبارة أصبحت واحدة من العبارات المقتبســة في تاريخ ســوق الأســهم، وهي أن «أسعار الأسهم» قد وصلت إلى ما يشبه الذروة الدائمة[١٨].

وفي ٢٩ أكتوبــر بعد أســبوعين من محــاضرة فيشر، انهارت الأســهم «ذروته القصوى»؛ تحولت إلى بئر لا قاع لها، وشــهدت الثلاث ســنوات التالية أكبر انهيار لســوق الأســهم في التاريخ. وبالرغم من إنجازات فيشر Fisher العديدة، إلا أن سمعته وفكرته التي تؤكد أن الأسهم هي الوسيلة الأفضل لتراكم الثروة قد تبعثرت.

التحول السريع في الاستثمار:

إن انهيار الاقتصاد وسوق الأسهم سوياً في حقبة الثلاثينيات من القرن الماضي، ترك وراءه علامة لا تُمحى في نفسيات المستثمرين. وقد تعرضت نظرية الاستثمار في الأسهم إلى هجوم من جميع النواحي، ورفض العديدون نظرية أن الأسهم تُعد مجالاً جيداً للاستثمارات. أورد لورانس شــامبرلين Lawrence Chamberlain الكاتب والمصرفي المعروف مقولته: «الأسهم بحد ذاتها ليست خياراً استثمارياً متفوقاً على السندات كأدوات استثمار طويلة الأجل؛ لأنها أساساً ليست أدوات استثمار مطلقاً، وإنما هي مجرد مضاربات»[١٩].

في عام ١٩٣٤م، كتب بنجامين جراهام Benjamin Graham، مدير استثمار، وديفيد دود David Dodd أســتاذ علوم مالية بجامعة كولمبيا Columbia، كتاباً عن تحليل الضمانات، والذي أصبح إنجيلاً لمدخل القيمة في تحليل الأسهم والسندات. ومن خلال طبعاته المتعددة، أصبح للكتاب تأثيرٌ كبيرٌ على الطلاب والمتخصصين في سوق الأسهم على حد سواء.

ألقــى جراهام Graham ودود Dodd باللائمة على كتاب ســميث Smith، الذي غذّى فورة الســوق الجاذبــة في حقبة العشرينيات، من خلال اقتراح عــدد من النظريات الحالمة ولكنها في الأساس نظريات مضللة؛ وذلك من أجل تبرير شراء الأسهم.

كتــب الرجلان: إن خداع الجمهور من خلال التخمينات لا بد أن يكون مبرراً. الســوق الجاذبة في العصر الحديث لها سجل موثق من الأداء المنطقي والمبرر، من خلال التحسن في مستوى أداء الأسهم العامة والمتنوعة على المدى الطويل، والكتاب الذي روج لهذه النظرية هو كتاب إدجر لوران سميث، وعنوانه «الأسهم كاستثمار طويل الأجل»، وطبع هذا الكتاب في العام ١٩٢٤م[٢٠].

نظرة على عائدات الأسهم فيما بعد الانهيار:

بعــد الانهيار الكبير هاجم الإعلام والمحللون ســوق الأســهم، وأولئــك الذين يدافعون عن الأســهم كأدوات للاســتثمار. ومع ذلك، فالبحوث حول مؤشرات عائدات سوق الأسهم حظيت باهتمام واســع في الثلاثينيات، عندما قام الفرد كاولس Cowles الثالث والمؤســس لكاولس Cowles للأبحاث الاقتصادية، ببناء مؤشر رســملة أوزان الأسهم منذ عام ١٨٧١م، لكل شركات الأســهم المســجلة في بورصة نيويورك New York. يشــمل مــؤشر العائدات الأرباح المعاد استثمارها، وهذه المؤشرات تتطابق مع النظرية المستخدمة اليوم في احتساب عائدات الأســهم. أكد كاولس Cowles النتائج التي توصل إليها سميث Smith قبل انهيار الأسهم، واستنتج من ذلك أن الأسهم في معظم الأوقات أقل من قيمتها، وتُمكن المستثمرين من الحصول على عائدات ضخمة إذا قاموا بالاستثمار فيها[٢١].

بعد الحرب العالمية الثانية، قام اثنان من الأســاتذة من جامعة متشجان، وهما ويلفورد ايتمان Wilford J. Eiteman وفرانك سميث Frank P. Smith، بإصدار دراسة عن عائدات الأســهم للشركات الصناعية النشــطة في التداول، وتوصلا إلى أنه بمواصلة شراء أســهم لـ ٩٢ شركة مســجلة في البورصة، دون النظر إلى حركة ســوق الأســهم باتباع إستراتيجية تسمى: «متوســط تكلفة الدولار»، فقد حقق المستثمرون في الأسهم عائدات بلغت نسبتها ١٢,٢ ٪ في السنة، وهي نسبة تفوق عوائد الاستثمارات ذات العوائد الثابتة. وبعد اثني عشر عاماً،

قاما بإعادة الدراسة واستخدما نفس شركات الأسهم التي استخدمت في الدراسة السابقة. في هذه المرة، كانت العائدات أكبر، بالرغم من أنهما لم يأخذا في الحسبان أي اعتبار للشركات الصناعية الجديدة التي دخلت السوق، وكتبا ما يلي:

> «إذا تم اختيار محفظة أسهم عامة بطريقة غبية، كالتي استخدمت في هذه الدراسة، فإنها ستظهر معدل عائدات سنوية مركبة تصل إلى ١٤,٢٪. لذلك، فإن أي مستثمر صغير يملك معرفة محدودة بأحوال السوق، يمكنه أن يضع مدخراته في شركات أسهم متنوعة، مع التأكيد على أنه خلال مدة معلومة، فإن استثماراته ستكون آمنة ويستعيد من خلالها أصل الاستثمار مع هامش ربحي سنوي مقبول»[٢٢].

رفض الكثيرون نتائج دراسة ايتمان Eiteman وسميث Smith؛ لأن فترة الدراسة لم تشمل الانهيار العظيم خلال الفترة من ١٩٢٩م - ١٩٣٢م. ولكن في عام ١٩٦٤م، قام اثنان من أساتذة جامعة شيكاغو Chicago: لورانس فيشر Lawrence Fisher وجيمس لوري James H. Lorie، بدراسة عائدات الأسهم خلال فترة الانهيار عام ١٩٢٩م وفترة الركود الاقتصادي والحرب العالمية الثانية[٢٣]، وتوصلا إلى نتيجة أن الأسهم تمنح المستثمرين عائدات عالية ومعتبرة (تقدر بحوالي ٩٪ في السنة)، أكثر من أي وسائل استثمارية أخرى طوال خمسة وثلاثين عاماً؛ من عام ١٩٢٦م حتى عام ١٩٦٠م، وقد وضعا في الاعتبار عاملي الضرائب وتكاليف العمليات عند احتساب العائدات، وخلُصا إلى النتيجة التالية:

> قد يكون من المدهش للكثيرين أن العائدات ظلت باستمرار عالية، وفي الحقيقة أن عدداً من الأفراد قاموا باختيار الاستثمارات ذات العائد المنخفض، وفضلوه على العائد المتوقع من الأسهم العامة؛ وذلك بسبب الطبيعة المحافظة لهؤلاء المستثمرين، وقلقهم حول مخاطر الخسارة الكامنة عند الاستثمار في الأسهم العامة[٢٤].

بعد عشر سنوات، في عام ١٩٧٤م قام روجر لوبوتسون Roger Ibbotson وريكس سينكفيلد Rex Sinquefield، بإصدار مراجعة دقيقة ومعمقة للعائدات في بحثهما المعنون: «الأسهم والسندات والأوراق المالية والتضخم»، وقاما برصد العائدات سنةً بسنة

مــن عام ١٩٢٦م حتى عــام ١٩٧٤م[٢٥]، وقد أبدوا عرفانهم وإشــادتهم بجهود لوري Lorie وفيشر Fisher، وأكدوا على تفوق الأسهم كأداة للاستثمار في المدى الطويل، مقارنةً بالأدوات الاســتثمارية الأخرى، وأصبح ملخصهم الإحصائي الذي يصدر سنوياً ضمن الكتاب السنوي، يُستخدم في المقارنات المرجعية لعائدات أسهم المنشآت الصناعية[٢٦].

السوق الصاعدة الكبيرة خلال الفترة ١٩٨٢م - ٢٠٠٠م:

إن حقبة الســبعينيات من القرن العشرين لم تكن ســنواتٍ جيدة، سواء لسوق الأسهم أو الاقتصاد بشكل عام. فقد أثر التضخم وارتفاع أسعار النفط بشكل سلبي على العائدات الحقيقية للأســهم، خلال فترة الخمس عشرة سنة الممتدة من ١٩٦٦م حتى صيف ١٩٨٢م. ولكن بسبب سياســة النظام الاحتياطي الفيدرالي لكبح جماح التضخم، انخفضت معدلات الفوائد بشــكل حاد. لذلك، برز سوق الأسهم كســوق جاذبة أكثر من أي وقت مضى، وقد شــهد السوق ارتفاعاً في أســعار الأسهم بشكل واضح، حيث شهد الســوق ارتفاعاً في قيمة الأسهم بمعدل وصل الى ١٠ أضعاف القيمة الأصلية؛ حيث ارتفع مؤشر متوسط داو الصناعي من ٧٩٠ نقطة في أغســطس ١٩٨٢م إلى ١٠٠٠ نقطة في نهاية عام ١٩٨٢م، محطماً ومتعدياً الرقم القياسي الذي حققه المؤشر في عام ١٩٧٣م، وهي الأعلى التي تم تحقيقها خلال العقد الماضي.

وبالرغم من أن كثيراً من المحللين أبدوا شكوكهم حول استمرار الارتفاع، إلا أن هناك قلة كانوا متفائلين جداً بالاستمرار. روبرت فومان الرئيس ورئيس مجلس إدارة اى. اف هوتون، أعلــن في أكتوبر عام ١٩٨٣م «أنهم في فجر العصر الجديد لأســواق المال»، وتوقع أن يصل مؤشر داو جونز إلى مستوى ٢٠٠٠ نقطة أو أكثر بنهاية العقد.

لكن حتى فومان كان متشــائماً جداً. فقد كسر مؤشر داو الصناعي حاجز ٢٠٠٠ نقطة في يناير ١٩٨٧م متعدياً ٣٠٠٠ نقطة، التي وصل لها السوق قبل احتلال صدام حسين لدولة الكويت في أغســطس ١٩٩٠م بفترة قصيرة. حرب الخليج وكساد سوق العقار، ساهمت في خلق ســوق أســهم طاردة، ولكن هذه الحالة - مثل انهيار الأســهم في ١٩٨٧م - كانت أثراً عارضاً واستمرت لفترة قصيرة.

هزيمة العراق في حرب الخليج، بشرت بأفضل العقود التي شـهدتها أسـواق الأسهم في تاريخها. فقد شـهد العالم سقوط الشيوعية وتلاشي خطر النزاعات الدولية. تحويل الموارد من المصروفات العسكرية إلى الاستهلاك المحلي، مكّن الولايات المتحدة الأمريكية من زيادة معدلات النمو الاقتصادي والمحافظة على مستوى منخفض للتضخم.

وفيما تحرك مسـتوى الأسهم إلى الأعلى، القليلون ما زالوا يعتقدون بأن السوق الجاذبة سوف تستمر في عام ١٩٩٢م. قامت مجلة فوربس بتحذير المستثمرين في موضوع الغلاف المعنون: «الأشـياء الجنونية التي يقولها الناس لتبرير أسعار الأسهم». تلك الأسهم كانت في «وسـط موجة من ذعـر المضاربة في الشراء»، واتبعوا نصيحة جاكوب الغبية للاسـتثمار في ذروة السوق في عام ١٩٢٩م[٢٧].

ولكـن هذا الحذر كان نصيحة معتلة. وبعد معركة رابحة ضد التضخم في عام ١٩٩٤م، خفف الاحتياطي الفيدرالي مسـتويات الفائدة. ونتيجة لذلـك، ارتفع مؤشر داو جونز إلى مستوى أعلى من ٤٠٠٠ نقطة في بداية ١٩٩٥م. وبعد فترة وجيزة، قامت مجلة بيزنس ويك «Business Week» بالدفاع عن اسـتمرارية عناصر الجذب في سوق المال، في مقال نشر في ١٥ مايـو ١٩٩٥م بعنوان «داو ٥٠٠٠؟ لا تضحك»، وقد كسر مؤشر داو بسرعة هذا الحاجز في شهر نوفمبر ليصل إلى ٦٠٠٠ نقطة، بعد ١١ شهراً من ذلك التاريخ.

في أواخر عام ١٩٩٥م، الارتفاع المستمر لأسعار الأسهم حدَا بالكثير من المحللين للتحذير من ذلك الارتفاع. وقد عبر كل من ميشـيل بيتر من أوبينهيمر، وشـارلس كلوف من لينش، وبايرون وين من مورجان سـتانلي عن شـكوكهم القوية في استمرارية السباق. وفي سبتمبر ١٩٩٥م، كتب ديفيد شـولمان رئيس إسـتراتيجيات التمويل لشركة سـولومون بروذر، مقالاً بعنوان «الخوف والجشـع»، والذي قارن فيه مناخ الذروة السـائد بسـوق الأسهم في عام ١٩٢٩ و١٩٦١م المشـابه له، وقال شـولمان: إن الدعم المسـتنير من المتخصصين أمر هام في اسـتدامة جاذبية السوق، مسـتدلاً بكتابات إدجر سـميث وايرفينج فيشر في العشرينيات من القرن العشرين، ودراسـات فيشر ولورى في السـتينيات، وبآرائه في كتابه «الأسهم على المدى البعيد» المنشور في عام ١٩٩٤م[٢٨]، ولكن هذه المثبطات والتوقعات الطاردة كان أثرها ضعيفاً، واستمرت الأسهم في التصاعد.

التحذيرات من المبالغة في التقييم:

بحلول عام ١٩٩٦م، بلغت نسبة السعر/ العوائد في مؤشر S & P 500 إلى ٢٠، وهو معدل تعدى مستوى ما بعد الحرب، وصدرت بعد ذلك تحذيرات متعددة، حيث أكد روجر لاونستين، وهو مؤلف ومحرر مالي معروف، في مقالة له في مجلة وول ستريت Wall Street Journal التحذير التالي:

> «أصبح الاستثمار في الأسهم هواية وهوساً وطنياً. ربما يقوم الناس بتشويه سمعة حكوماتهم ومدارسهم أو نجوم أنديتهم الرياضية المدللين، ولكنهم يؤمنون بأن السوق غالباً عالمي وباستخدام مصطلح ماركس هو ديانة الشعوب»[٢٩].

فلوريد نورس محررٌ مالي بجريدة نيويورك تايمز New York Times، ردد ملاحظات لاونستين بمقال في يناير ١٩٩٧م بعنوان «في السوق الذي نثق فيه[٣٠]» In The Market we trust. هنري كوفمان المعلم الروحي لسالومون بروذورز، والذي أدت تصريحاته حول أسواق الأصول ذات الدخول الثابتة إلى اهتزاز السندات في الثمانينات، «أعلن أن الفورة المالية المُبالغ فيها برزت بشكل كبير ومتزايد»، واستشهد بالتأكيدات التي تصدر من المتفائلين مساوية لأقوال ايرفينج فيشر من: «أن الأسهم قد وصلت بشكل نهائي إلى أعلى القمة»[٣١].

إن التحذيرات المتعلقة بنهاية فترة السوق الجاذبة، لم تصدر فقط من وسائل الإعلام ووول ستريت، وإنما تزايد عدد الأكاديميين الذين قاموا بدراسات لبحث أسباب الارتفاع في قيمة الأسهم غير المسبوق. روبرت شيلر من جامعة يال، وجون كامبيل من جامعة هارفارد، كتبا ورقة علمية حول قيمة سوق الأسهم المبالغ في تقييمها، وقدما هذا البحث إلى مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي في أوائل ديسمبر من عام ١٩٩٦م[٣٢].

ومع تجاوز مؤشر داو جونز ٦٤٠٠ نقطة، قام آلان قرينسبان رئيس مجلس نظام الاحتياطي الفيدرالي بإصدار تحذير في كلمته، في العشاء السنوي لمعهد الأعمال الأمريكية The American Enterprise Institute في واشنطن في ٥ ديسمبر١٩٩٦، وتساءل: «كيف يمكن أن نعرف متى تكون طفرة السوق اللامنطقية سبباً في تصعيد قيمة الأصول،

والتي بدورهـا تكـون مادة لتناقضات غير متوقعة، كما هو الحـال في اليابان خلال العقود الماضية؟ وكيف يمكن أن نأخذ هذا التقييم في الحسبان ودمجه في السياسة النقدية؟».

كان لكلمتـه أثر صـادم، وأصبح المصطلـح «التقييم اللاعقلاني» مصطلحـاً يُحتفى به، ويُنسب لقرينسبان كرئيس لمجلس النظام الاحتياطي الفيدرالي، وانخفضت الأسواق الآسيوية والأوروبية بطريقة دراماتيكية بعد انتشـار كلمته عبر شاشات الحاسبات. وفي اليوم التالي، افتتحت بورصة وول ستريت بأدنى مستوياتها، ولكن المستثمرين استعادوا بسرعة تفاؤلهم، وأغلقت أسواق الأسهم في نيويورك بخسائر متوسطة.

المرحلة المتأخرة من السوق الصاعدة العظمى خلال الفترة ١٩٩٧م - ٢٠٠٠م:

بـدأت التذبذبات من الأدنى إلى الأعـلى بكسر مؤشر Dow حاجز ٧٠٠٠ نقطة في فبراير ١٩٩٧م، و٨٠٠٠ نقطـة في يوليو، مما حَـدا بمجلة News Week بتخصيص موضوع الغلاف للتحذير من ذلك العنوان، وكان العنوان «الزواج من السوق «Married To the Market»، معلنةً زواجاً في وول سـتريت بين أمريكا والسـوق الجاذبة، ولكن لم يكن لها تأثير في كبح تفاؤل المستثمرين[٣٣].

أصبح السـوق جاذباً وممتلئـاً من الطبقة المتوسـطة والطبقة العليا مـن الأمريكيين. وحظيـت كتب الأعمال والمجلات ومحطات أخبـار المال والأعمال، وبالأخص CNBC بأكبر عـدد من الجمهور، كـما قامت كل المواقع الإلكترونية وكل محطـات التلفزة بإذاعة أخبار المال والأعمال في قاعات الطعام، والحانات، وحتى في قاعات الاسـتراحة في مدارس وكليات الأعـمال في كل أنحـاء البلاد. المسـافرون الذين هم على ارتفاع ٣٥,٠٠٠ قدم فوق سـطح البحر، كانوا يشاهدون بالدقيقة التغيرات في مؤشرات داو وناسداك (Dow and Nasdaq)، وذلـك من خلال الشاشـات أو على الهواتف المثبتة على خلفيـات المقاعد، والتي تكون في مواجهة المسافر.

بالإضافة لما حققه السوق من انتشار، فإن الانفجار في تقنية الاتصالات أصبح عاملاً مهماً في الانتشـار، ويقوم الإنترنت بالسماح للمستثمرين بالبقاء على تواصل دائم مع مستجدات السـوق ومع محافظهم من أي مكان في العالم. أما في غرف الدردشـة أو من خلال مواقع

الإنترنــت المالية، أو من النشرات المرســلة عبر البريد الإلكتروني، يجد المســتثمرون النافذة للحصول على المعلومات فقط باســتخدام أناملهم. أصبحت CNBC ذات شــعبية، لدرجة أن الرئيسة فرضت على وسطائها مشاهدة القناة من خلال شاشات الكمبيوتر الخاصة بهم؛ حتى يكونوا على معرفة مسبقة بالأحداث قبل اتصال عملائهم بأخبار عالم الأعمال المهمة.

إن ســيكولوجية الأســواق الجاذبة أظهرت تقدمها على الصدمــات المالية والاقتصادية. إن الموجــة الأولى في الأزمة الآســيوية قد دفعت الســوق إلى الأســفل مســجلاً ٥٥٤ نقطة في ٢٧ أكتوبــر ١٩٩٧م، وأُغلقت الأســواق مؤقتاً، ولكن كان تأثيره ضئيلاً على المســتثمرين ونفسياتهم تجاه أسواق الأسهم.

في الســنة التاليــة، تعثرت الحكومة الروســية في الدفع على الســندات الحكومية وعلى إدارة رأس المــال الطويل الأجل، وقد أُعتبر ذلك أول إغراق مالي، ووجدت الحكومة نفســها مواجَهة بفائض من الأموال تقدر بتريليونات الدولارات ليس في استطاعتها تسويقها، وأثرت هذه الأحداث على مؤشر داو الصناعي Dow Industrial، ودفعت به إلى الأســفل بحوالي ٢٠٠٠ نقطــة أو بخفــض ٢٠٪، ولكن اعتــماد مجلس الاحتياطي الفيــدرالي ثلاث خطوات لتعديل النســب، دفعت بالسوق نحو الأعلى مرة أخرى، وفي ٢٩ مارس ١٩٩٩م أغلق مؤشر DOW على أكثر من ١٠,٠٠٠ نقطة، وتوالى الارتفاع حتى ســجل أعلى معدل له في ١٤يناير عام ٢٠٠٠م، حيث وصل إلى ١١,٧٢٢,٩٨ نقطة.

قمة السوق:

كــما حدث عدة مرات عنــد ذروة جاذبية الســوق، فإن العناصر الطــاردة تعمل على تراجــع الســوق، ولكــن العنــاصر الجاذبة تعمل بقوة وباســتمرار لدفع أســعار الأســهم إلى الأعــلى. في عــام ١٩٩٩م، نشر اثنان مــن الاقتصاديين وهما جيمس جلاســمان وكيفين هاســيت، كتاباً بعنوان: داو ٣٦٠٠٠ (Dow 36,000)، ادعيا في ذلك الكتاب أن متوسطات داو جونــز الصناعيــة وبالرغم مــن ارتفاعها قد بقيت منخفضة التقييــم، حيث إن قيمتها الحقيقيــة أكثر بثلاثة أضعاف عما هو معلن عند معدل ٣٦,٠٠٠ نقطة. وما أدهشــني أن تحليلاتهما النظرية كانت مبنية على كتابي تحت الطبع بعنوان «الأســهم في المدى الطويل»

Stocks For The Long Run، حيث قالا: إن مخاطر السـندات هـي ذات المخاطر التي تواجه الأسـهم في المنظور البعيد. إذن، فإن أسـعار الأسـهم يجب أن ترتفع بثلاثة أضعاف؛ وذلك لخفض عائداتها لتماثل عائدات السـندات، مع إهمال أن المقارنة الحقيقية يجب أن تكون مع تضخم سندات الخزانة المحمية، والتي كان الهامش فيها أكثر في ذلك الوقت[٣٤].

بالرغم من القفزات التصاعدية لمؤشر داو الصناعي، فإن الواقع الحقيقي لسـوق السهم يقول بأن أسـهم شركات التقنية هي التي دفعت بالسـوق إلى الأعلى، كما هو مسـجل في مؤشر ناسداك Nasdaq والذي يشمل أسهم شركات سيسكو (Cisco)، وسن مايكروسيستم (Sun Microsystem)، وأوراكل (Oracle)، وجي دي اس يونيفيس (JDS UNIPHASE) وشركات أخرى، وكذلك الارتفاع في أسـعار أسـهم بعض شركات الإنترنت، وذلك منذ نوفمبر ١٩٩٧م حتـى مارس ٢٠٠٠م. فقد شـهد مـؤشر داو الصناعـي Dow Industrial ارتفاعاً بلغت نسـبته ٤٠٪، وبلغت نسبة الارتفاع في مؤشر ناسداك Nasdaq ١٨٥٪، وارتفع مؤشر Dot-com لحوالي ٢٤ شركة على الخط الساخن من ١٤٢ نقطة إلى ١٣٥٠ نقطة.

انفجار الفقاعة التقنية:

يظـل تاريخ ١٠ مارس ٢٠٠٠م يوماً فارقاً، ليس في ذروة مؤشر ناسـداك Nasdaq فقط، بل في العديد من تقنيات الإنترنت ومؤشرات الأسـهم، حتى أنا، فقد ظللت أكتب لمدة من الزمن عن عناصر الجذب في تقنية الأسهم، والتي تباع بأسعار عالية قد تؤدي إلى الانهيار[٣٥].

عندمـا يكون هناك تراجع غير متوقع في الصرف على التقنيات، سـيبدأ انفجار الفقاعة، وسـتعمل العنـاصر الطاردة في السـوق. قـدرت قيمة الأسـهم بحوالي ٩ تريليـون دولار، وانخفـض مؤشر S & P 500 بحوالي ٤٩,١٥٪، متفوقاً على الانخفاض الذي حدث في الأعوام ١٩٧٢م - ١٩٧٤م، والذي بلغت نسـبته ٤٨,٢٪ وأصبح السـوق طارداً، والأسـوأ منذ الكساد العظيم، وقد تراجع مؤشر ناسداك Nasdaq بحوالي ٧٨٪ ومؤشر Dot-Com بأكثر من ٩٥٪.

بمجرد أن أطلق المتفائلون غير المنطقيين العناصر الجاذبة في سـوق الأسـهم، بدأ انهيار أسـعار الأسـهم، وحمل معه العناصر الطاردة في السوق في سـبتمبر ٢٠٠٢م. وعندما كان مؤشر Dow في سقف ٧٥٠٠ نقطة، وبأسابيع قليلة قبل ظهور عوامل الطرد التي انخفضت

بالمـؤشر إلى ٧,٢٨٦ نقطة، جاء السـيد بيـل جروس رئيس PIMCO، وهي أكبر مؤسسـة عالميـة للأموال المشـتركة بمقال عنوانـه: داو ٥٠٠٠ Dow (٥٠٠٠)، والذي قال فيه: بالرغم من الانخفاض المخيف في السوق، إلا أن الأسهم ستظل قريبة من الانخفاض الذي يجب أن يكون بناءً على الأسـس الاقتصادية المتعارف عليها. من المدهش أنه في خلال سـنتين زعم أحد المتنبئين أن القيمة الحقيقية لمؤشر داو Dow سـتصل إلى ٣٦,٠٠٠ نقطة، في حين تنبأ آخر بأن المؤشر سينخفض إلى ٥٠٠٠ نقطة.

أدت العوامل الطاردة في السـوق إلى تحفظ الجمهور في التعامل في الأسـهم، وتحولت القنـوات التلفزيونية إلى تلبية اهتمامات الجمهـور، ولم تعد تهتم بنشرات CNBC، وبدلاً منهـا تقوم ببث المواضيع الرياضية وفضائح هوليـود، وقامت إحدى الحانات بوضع إعلان ملون: «يقوم الجمهور بلعق جراحهم، ولا يريدون أن يتحدثوا عن أسـواق الأسهم، وعادوا مرة أخرى للرياضة والنساء ومن فاز بالمباراة»[٣٦].

أدى هذا التدهور في السوق إلى عزوف العديد من المحترفين عن سوق الأسهم، ولم تعد السندات هي البديل الجاذب، حيث إن عائداتها انخفضت إلى أقل من ٤٪، وظل المستثمرون في حيرة وتساؤل: هل هناك مجالات استثمارية جاذبة بعد عالم الأسهم والسندات؟!

قام السـيد ديفيد سوينسـون David Swenson كبير مسؤولي الاستثمار في جامعة يال منذ ١٩٨٥م، بتقديم الإجابة على السؤال، عند حدوث ذروة جاذبية السوق في كتابه المعنون: «إدارة المحافظ الريادية نظرة غير تقليدية إلى مؤسسات الاستثمار»، وطرح المزاوجة النوعية بـين الأصول غـير التقليدية، وهي غالباً أصول غير نقدية، مثـل: حقوق الملكية ورأس المال المشـترك، والعقارات والأخشـاب وصناديق التحوط. وكنتيجة لذلك، وجد مدراء صناديق التحوط الفرصة مواتيه لاستغلال الطفرة[٣٧]، وقفزت موجوداتها من حوالي ١٠٠ بليون دولار في عام ١٩٩٠م إلى أكثر من ١,٥ تريليون دولار في عام ٢٠٠٧م.

ولكن إدخال الأصول والموجودات إلى صناديق التحوط، بدفع بأسعار العديد من الأصول غير التقليدية إلى المسـتثمرين في الأصول غير التقليدية - في أبريل ٢٠٠٧م بما يلي: بعد كل هذا الحراك، اتضح أن غالبية الأصول المتنوعة قد ضخمت أسعارها بشكل مبالغ فيه.[٣٨]

فرقعة الأزمة المالية:

مـــن رماد الانفجـــار التقني الذي حدث في الفترة مـــن ٢٠٠٠م - ٢٠٠٢م، فقد تضاعفت مؤشرات ســـوق الأســـهم من مســـتواها الأدنى ٧,٢٨٦ نقطة في ٩ أكتوبـــر٢٠٠٢م إلى الأعلى ١٤١٦٥ نقطـــة في ٩ أكتوبر٢٠٠٧م، أي خلال خمس ســـنوات. وعلى النقيض من الذروة في الطفـــرة التقنية، فقد حقق مؤشر S & P 500 أرباح مبيعات بلغت ثلاثين ضعفاً، ولا يوجد أي مبالغـــة في التغيير عند بلوغ ذروة الســـوق في عام ٢٠٠٧م، وقد حققت الأســـهم أرباح مبيعات متوسطة بلغت ١٦ضعفاً.

لكن هناك مؤشرات على أن كل ذلك لا يبشر بخير؛ فإن القطاع المالي عند السوق الجاذبة أصبح القطاع الأكبر لمؤشر S & P 500 وبلغ ذروته في مايو ٢٠٠٧م، في حين انخفضت أسعار أسهم العديد من البنوك الكبرى، مثل: «ستي بنك» و«بنك أمريكا» طوال العام.

حدثت التطورات بســـبب دخول ســـوق العقارات، وقد تضاعفت أســـعار العقار ثلاث مـــرات عنهـــا في العقد الســـابق، ووصلت الـــذروة في حدتها في عـــام ٢٠٠٦م، ثم بدأت في الانخفـــاض. فجأة، واجهت مؤسســـات الرهـــن العقاري تجربة قاســـية. في أبريل ٢٠٠٧م، واجهت نيوســـينشرى فاينانشيال، إحدى مؤسسات الإقراض العقاري، الدعوى بالإفلاس، وفي شهر يونيو أخطرت مؤسسة ببير سيترن المستثمرين بأنها علقت فك الرهونات في الصناديق العالية التقييم، ذات الإســـتراتيجيات التي تسمح بتمويل واسع - صناديق أسماؤها معقدة، مشابهة لتعقيدات الضمانات التي يُحتفظ بها ضماناً للقروض.

في البداية، تجاهل الســـوق هذه التطورات، ولكن في ٩ أغسطس٢٠٠٧م؛ عندما قام أكبر بنك في فرنســـا وهـــو BNP Paribas بإيقاف فك الرهونات العقاريـــة للصناديق التابعة له وبيعت الحقوق الســـوقية، وتمت إعادة الحياة لسوق الأسهم، عندما قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بخفض نســـب العمولات على الصناديق بحـــوالي ٥٠ نقطة في اجتماعه الطارئ في أغسطس، وقام بخفض النسبة بحوالي ٥٠ نقطة أخرى في اجتماعه العادي في سبتمبر.

ولكن لم يأت عام ٢٠٠٨م بأي علاج لمشكلة الرهن العقاري. قامت ببير سيترن باستعادة أكبر حجم من الرهونات العقارية وأظهرتها في ميزانيتها العامة، وبدأت تواجه مشـــكلات في تمويل الصناديق، وانخفضت قيمة أســـهمها في الســـوق. وفي ١٧ مارس ٢٠٠٨م، قام مجلس

الاحتياطي الفيدرالي (FED) بإجراء إسعافي لإنقاذ بير ستيرن من الإفلاس؛ وذلك ببيع كل أصولها إلى جي. بي مورجان JP MORGAN بسعر ٢ دولار للسهم (وارتفع فيما بعد إلى ١٠ دولارات)، وهذا يقل بحوالي ٩٩٪ عن سعره الأعلى البالغ ١٧٢,٦١ دولاراً للسهم، والذي وصل إليه في يناير في العام السابق.

بداية النهاية لليمان بروذرز (LEHMAN BROTHERS):

كانت بير ستيرن هي فاتحة الشهية لهذه السوق الطاردة، ولم يعد الصحن الرئيس ببعيد، وهو ليمان بروذرز والتي تأسست في عقد الخمسينيات من القرن التاسع عشر، ولديها تاريخ تراكمي يشمل إحضارها للشركات العظمى، مثل: سيرز (SEARS)، وول ويرث (WOOLWORTH)، وماكيز (MACY›S)، وستود باكرس بابلك (STUDE BAKERS PUBLIC)، وقد ارتفعت ربحيتها بعد أن تحولت المؤسسة إلى ملكية عامة في عام ١٩٩٤م. وفي عام ٢٠٠٧م، سجلت المؤسسة ربحيتها القياسية لأربع سنوات على التوالي، وقد بلغ صافي دخلها ١٩,٢ بليون دولار، وبلغ عدد موظفيها حوالي ٣٠,٠٠٠ موظف.

ولكن ليمان برذرز هي أشبه ببير ستيرن؛ فقد دخلت سوق الرهن العقاري وأنشطة أخرى في الاستثمار العقاري، وقد انخفض سعر أسهمها من ٤٠ دولاراً للسهم إلى ٢٠ دولاراً للسهم، عندما دمجت ببير في جي. بي مورجان. في مارس كانت ليمان تقوم بتحويل عمليات ضخمة في السوق العقاري، مقابل رسوم معتبرة كمستثمر وتقوم ببيعها، ثم إعادة التمويل التجاري لأنشطة عقارية بأسعار عالية جداً. وفي يوليو تعرضت مؤسسة بلاكستون، وهو بيت استثماري كبير تحول إلى مؤسسة عامة في يوليو عام ٢٠٠٧م، وقام بشراء سام زيلس اكويتي أوفيس بروبرتي، مقابل ٢٢,٩ بليون دولار، وحصلت على رسوم عالية بوضعها كل الممتلكات في سوق العقار قبل انهياره.

كان لدى ليمان الثقة في نفسها بالرغم من الفوضى التي عمّت سوق الرهن العقاري. يعتقد كثير من المحللين أن النشاط التجاري للعقار لم يتأثر من المبالغة في البناء المخصص للقطاع السكني. وفي الحقيقة، ظلت أسعار النشاط التجاري للعقار في الارتفاع المستمر حتى بعد الوصول إلى ذروة السوق، وقابَل ذلك رد فعل بخفض معدلات الفوائد، وقد انخفض مؤشر داو جونز العقاري DOW JONES REIT INDEX بكل الاستثمارات

في تجــارة العقار، والتي بلغــت ذروتها في فبراير ٢٠٠٨م، وذلك بعد أربعة أشــهر من تأثر السوق العام، وبعد أكثر من سنة من وصول البنوك التجارية الرئيسية لأعلى مستوياتها[٣٩].

في شــهر مايو، مباشرة بعد وصول أسعار تجارة العقار إلى ذروتها، قامت مؤسسة ليمان بتمويل ضخم بلغ ٢٢ بليون دولار في آركســتون - ســميث ترســث، على أمل أن تقوم ببيع الممتلكات إلى المشــتركين كما فعلت بلاكســتون قبل أشــهر قلائل، ولكن مثل لعبة الكراسي التي يلعبها الأطفال توقفت الموســيقى في صيف ٢٠٠٨م، وقد حصلت بلاكستون على آخر كرسي في غرف الاستثمار العقاري، وبقيت ليمان واقفة. وفي ١٥سبتمبر ٢٠٠٨م، حاول السيد ريتشــارد فولو الرئيس التنفيذي للمؤسسة أن يحصل على مشــتري الدقيقة الأخيرة، ولكن للأســف أعلنت ليمان برذرز مؤسســة الاســتثمار التي ظلت تعمل لأكــثر من قرن ونصف إفلاســها، وهذه أكبر عملية إشهار إفلاس في تاريخ الولايات المتحدة، وقد ضربت ليمان أكبر رقم قياسي، حيث بلغت مطلوباتها ٦١٣ بليون دولار، وهذا يشــابه الانهيار العظيم في عقد الثلاثينيات.

إن الســقوط المدوي لليمان برذرز في عــام ٢٠٠٨م، يمثل أعظم أزمة مالية وأعمق جرح اقتصادي يشهده العالم خلال ما يقارب قرناً من الزمن.

الهوامش:

1. Benjamin Graham and David Dodd, Security Analysis New York McGraw-Hill. 1934, p. 11.
2. Roger Lowenstein “A Common Market: The Publices zeal to Invest” Wall Street lournal September 9, 1996, A11.
3. Comment ona CNBC show in March 2009, at the bottom of the 2008-2009 bear mar ket.
4. Irving Fisher The stock Market Crash and New, pxi. Afer York Macmilan 1930.
5. “The Crazy Things People say to Rationalize stock prices” Forbes, April 27, 1992.
6. Raskob catered to investors who wanted to get rich quickly by devising an alterna tive by which investors borrowed S300, adding $200 of personal capital, to scheme invest $500 in stocks Although in 1929 this was certainly not as good as putting money gradually into the market, even this plan beat investment in Treasury bills after 20 years.
7. Irving Fisher Home to intest When Prices Are Rising scranton, PA: G. Lynn Sumner & Co, 1912.
8. Egar L Smith Common stocks as long Term noestments, New York Macmillan, 1925, p, v.
9. Ibid, p. 81.
10. “Ordinary Shares as investments,” The Economist, June 6, 1925, p. 1141.
11. John Maynard Keyes, An American study of Shares Versus Bonds as Permanent Investments, The Nation & The Atheraeurn, May 2, 1925, p, 157.
12. Edgar Lawrence Smith, Market Value of Industrial Equities, Remote of Economic Statistics, vol. 9 January 1927), pp. 37-40, and Tests Applied to an Index of the Price Level for Industrial stocksournal of the American Statistical Association, Supplement, March 1931 pp. 127-135.
13. siegfried stern Fourteen Years of European Investments,1914-1928, London: Bankers Publishing Co, 1929.
14. Cheldie C Bosland, The Common Stock Theory of Investment, Is Development and Significance New York Ronald Press, 1937.
15. From the Foreword by Irving Fisher in Kenneth s, Van Strumlesting in Purchasing Pouer New York Barron’s, 1925, p, wii Van Strum was a writer for Barmons weekly and confirmed Smith’s research.
16. Robert Loring Allen, Iroits Fisher: A Biography, Cambridges Blackwell, 1993 p. 206.
17. Commercial and Financial Chronicle, September 7, 1929.
18. “Fisher Seces Stocks Permanently High” New York Times, October 16, 1929, 2 aany Holt & Co, 1931, 55, emphasis his.

19. Wrence Chamberlain and William Hay Investment and speculations NewYork, Henry Holt, & Co, 193155 emphasis hié.

20. Benjamin Graham and David Doda Security Analysis and ed NewYork: McGraw, 357 1940, Hill.

21. He estimated the undervaluation at approximately 25 percent of intrinsic value. Alfred Cowles III and Associates, Common Stock Indexes 1871-1937, Bloomington, IN: Principia Press, 1938, p. 50 University of Michigan Press, 1962, p. 40 (January 1964), pp. 1-21.

22. Wilford J. Eiteman and Frank P. Smith, Common Stock Values and Yields, Ann Arbor.

23. "Rates of Return on Investment in Common Stocks," Journal of Business, vol. 37.

24. Ibid., p. 20.

25. Journal of Business, vol. 49 (January 1976), pp. 11-43.

26. Stocks, Bonds, Bills, and Inflation Yearbooks, 1983-1997, Chicago: Ibbotson and

27. William Baldwin, "The Crazy Things People Say to Rationalize Stock Prices," Forbes

28. Three months later, in December 1995, Shulman capitulated to the bullish side

29. Roger Lowenstein, "A Common Market: The Public's Zeal to Invest," Wall Street Associates April 27, 1992, pp. 140-150 claiming his longtime emphasis on dividend yields was incorrect. Journal, September 9, 1996, p. A1 November 25, 1996, p. A18.

30. Floyd Norris, "In the Market We Trust," New York Times, January 12, 1997.

31. Henry Kaufman, Today's Financial Euphoria Can't Last Wall Street Journal.

32. Robert Shiller and John Campbell, "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook," Journal of Portfolio Management, vol. 24 (Winter 1997). The Shiller model is discussed in more detail in Chapter 11.

33. Newsweek, April 27, 1998. Cover stories about the stock market in major newsweek lies have often been poorly timed. Business Week's cover article "The Death of Equities" on August 13, 1979, occurred 14 years after the market had peaked and 3 years before the beginning of the greatest bull market in stocks.

34. I immediately rebutted their arguments in the Wall Street Journal (see the Jonatharn Clements interview of me in Throwing Cold Water on Dow 36,000 View," Wal Street Journal, September 21, 1999), stating that their analysis was faulty and that stocks must have real returns exceeding those on U. S. Treasury inflation-protected bonds, whose yield had reached 4 percent at that time.

35. "Big Cap Tech Stocks Are a Sucker's Bet," Wall Street Journal, March 14, 2000, p. A8.

36. Paul Sloan, "The Craze Collapses," U. S. News &World Report Online, November 30 2000.

37. The word hedge means “to offset,” as someone making an investment in a foreign market may want to hedge, or offset, adverse currency movements with a transac tion in the forward market. Hedge funds often, but not always, took positions that ere contrary to the stock market.
38. Financial Times, April 24, 2007, p.38.
39. In fact, just days before the Lehman bankruptcy, the REIT Index was only 25 percent Financial Times, April 24, 2007, p. 38. below its record level that it reached in July 2007. In contrast, homebuilder stocks peaked in July 2005 and were already down more than 60 percent by the time the Lehman crisis broke.
40. See “At Lehman, How a Real-Estate Start’s Reversal of Fortune Contributed to Collapse,” Wall Street Journal, October 1, 2008.

٥٤

الفصل الثاني
الأزمــة المالية الكبيرة ٢٠٠٨م

منبعها، وأثرها، وميراثها:

فيــما يخص الكســاد العظيم، أنت على حق، كانت بســببنا ونحن آســفون على ذلك، لكن شكراً لك لن نعيد الكرة.

بن برنانكي، ٨ نوفمبر، ٢٠٠٢م.
في ذكرى ميلاد ميلتون فريدمان التسعين.

الأسبوع الذي هز الأسواق العالمية:

إنه فقط الأربعاء تاريخ ١٧ ســبتمبر، ولكن كان أســبوعاً مرهقــاً حاولت خلاله أن أجد تحليلاً منطقياً للاضطراب في الأسواق المالية. في يوم الاثنين فاجأت الأسهم المستثمرين بأنها افتتحت على أســعار عالية، بالرغم من الأخبار ليلة الأحد عن إشــهار إفلاس ليمان بروذرز Lehman Brothers، أكــبر عمليــة إفــلاس في تاريخ الولايات المتحــدة الأمريكية. لم يعد لــدى ليمان بروذرز Lehman Brothers، الشركة التي عملت لمدة ١٥٠ عاماً وتخطت فترة الكساد الكبير، هذه المرة فرصة للبقاء ومن غير العون الحكومي.

لكــن الافتتاح المتفائل سريعاً ما تلاشى؛ بســبب ســاعات تعــود إلى أن بعض الشركات الأساسية لن تقوم بشراء أو قبول أسهم ليمان بروذرز Lehman Brothers، وهذه الشائعات جعلت الســوق يعيش في قلق[١]، ثم تحولت أرباح الأحد الصباحية إلى خسائر، وعم الخوف على الأســواق المالية، ولم يدر المســتثمرون فيما إذا كانت أصولهم في أمان، وأي مؤسســة أخرى ستســقط؟ وهل ســيتم احتواء هذه الأزمة أو نقص تعويضات الخسائر بشكل حاد، حيث تراجعت منشآت الإقراض عند جميع أسواق الائتمان عدا سندات الخزانة الأمريكية[٢]. وفي نهاية اليوم، انخفض مؤشر داو الصناعي بشــدة DOW INDUSTERIAL INDEX، وفقد أكثر من ٥٠٠ نقطة.

في اليـوم التـالي، هاجم المتنبئون أيه.آي.جي AIG، أكبر شركـة عالمية مربحة في مجال التأمين. تراجعت أسـهم AIG بشـكل مخيف من ٦٠ دولاراً للسـهم قبل عام إلى أقل من ٣ دولارات، وهـذا يقل عن سـعر الإغلاق يوم الجمعة السـابقة، والـذي كان ١٠ دولارات للسهم. إن انهيار أسهم AIG انحدر بأسعار الأسهم إلى الأسفل، ولكن كما تنبأ البعض بشكل صحيح بأن مجلس الاحتياطي الفيدرالي (FED)، لن يخاطر بالسماح بسقوط مؤسسة مالية ضخمة أخرى. وفعلاً، قام المجلس بإقراض AIG مبلغ ٨٥ بليون دولار؛ وذلك لتفادي عملية إفلاس أخرى تهز السوق المالية، واستقر السوق في ذلك اليوم نتيجة لذلك.

إن قـرار مجلس الاحتياطـي الفيدرالي (FED) لإنقاذ AIG كان قـراراً مفاجئاً، وتحولاً دراماتيكياً في التعامل مع مؤسسـة التأمين العملاقة، حيث رفض رئيس المجلس السيد «بن برنانكي» Ben Bernanke طلباً للشركة بإقراضها مبلغ ٤٠ بليون دولار، قبل أسـبوع واحد من قرار الإقراض الأخير.

لكـن كانت الأزمة بعيدة عن النهاية. بعد إغلاق السـوق يـوم الخميس، قام صندوق الاحتياطي الأسـاس للسـوق المالية، والذي تقـدر قيمته بـ ٣٦ بليـون دولار بإغلاق ينذر بالشؤم؛ وذلك لأن الأوراق المالية لشركة ليمان بروذرز Lehman Brothers الموجودة لدى الصندوق خفضت قيمتها للصفر، والاحتياطي سيقوم بكسر القيمة break the buck، مما يعني بأن قيمة الأصول أقل من دولار أمريكي واحد، والاحتياطي سـيدفع ٩٧ سـنتاً مقابل كل دولار[٣].

بالرغـم مـن أن هذه المبالـغ من المال قد أكدت للمسـتثمرين أنهم ليـس لهم علاقة بديون ليمان، ويمكنهم أن يقوموا بكل سحوباتهم بكامل القيمة، إلا أنه كان من الواضح أن لهذا الإعلان أثراً قليلاً لتهدئة خواطر المسـتثمرين. قامت بير ستيرنBear Stearn بتطمين المستثمرين عدة مرات أن كل شيء على ما يرام، قبل ستة أشهر من إجبار مجلس الاحتياطي الفيدرالي المؤسسة على الاندماج في جي بي مورجان JP MORGAN. وبالمثل، قام الرئيس التنفيذي لليمان السيد ريتشادر فولد Richard Fuld، بإخبار المستثمرين قبل أسبوع فقط من إعلان الإفلاس أن كل شيء على ما يرام، وألقى اللوم على البائعين لدفعهم أسـعار أسهم الشركة نحو الانخفاض.

هل يمكن حدوث الكساد العظيم مرة أخرى؟

عُدت إلى مكتبي بعد الغداء في يوم الأربعاء، ونظرت إلى شاشـة بلومبيرغ أمامي. نعم، أسعار الأسهم إلى الأسفل مرة أخرى، وهذا لم يدهشني، ولكن ما لفت نظري هو العائد على سـندات الخزانة. إن المزاد الذي أُجري في ظهر ذلك اليوم على السـندات لمدة ثلاثة أشهر، قد شهد إقبالا كبيراً للمشاركة، وقد دفع المشترين بمعدل الفائدة نحو الأسفل بمعدل ٦ من المئة من النسبة المئوية الواحدة.

لقـد كنت مراقباً للسـوق على مدى ٥٠ عاماً، وخلال الأزمـات التي واجهتها المدخرات والقروض في فترة السبعينيات، وانهيار سوق الأسهم في عام ١٩٨٧م، والأزمة الآسيوية، وأزمة رأس المال على المدى الطويل، والأزمة الروسـية، وهجمات ١١ سبتمبر الإرهابية، وعدد من الأزمات الأخرى، لكن لم أر أبداً اندفاع المسـتثمرين نحو سـندات الخزانة كهذه المرة. لقد هبطت عائدات سندات الخزانة في آخر مرة، وتهاوت نحو الصفر خلال الكساد العظيم قبل ٧٥ سنة[٤].

وعاودت النظر إلى الشاشـة، وتسـاءلت: هل هذا اسـتعادة لفترة زمنية لموت وذهاب أفكار الاقتصاديين؟ هل هذه هي بداية لكسـاد اقتصادي عظيم مرة أخرى؟ هل يسـتطيع صانعو السياسات منع وقوع كارثة اقتصادية ومالية أخرى؟

في غضون أشـهر، بـدأت الإجابة على تلك الأسـئلة. قام مجلـس الاحتياطي الفيدرالي (FED) بتطبيق برامج صارمة لمنع حدوث الكسـاد، ولكن اضطرابات الائتمان التي أعقبت إفلاس ليمان سـببت تناقضاتٍ اقتصادية عميقة، وتراجعاً عميقاً في أسـعار الحقوق المالية لم يشهدها العالم منذ الكساد العظيم. ولكن التعافي من الكساد العظيم كانقلاب في الاقتصاد أصبح معروفاً، وهو الأبطأ في تاريخ الولايات المتحدة، وجعل الكثيرين يتساءلون: هل يمكن أن يكـون مسـتقبل الاقتصاد الأمريكي ناصعاً، كما يظهر عندما تجـاوز مؤشر داو الصناعي DOW INDUSTERIAL INDEX حاجز ١٤٠٠٠ نقطة في أكتوبر ٢٠٠٧م.

أسباب الأزمة المالية:

التعديل العظيم:

من الآثار الاقتصادية التي نتجت بسبب الأزمة المالية في عام ٢٠٠٨م «التعديل العظيم»، وهو المصطلح الذي استخدمه الاقتصاديون؛ لتفسير التغيرات الاقتصادية الكبيرة خلال الفترة التي تلت التراجع الكبير.

إن التقلبات الاقتصادية مثل التغييرات الربع سنوية في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، التي هبطت بواقع ١/٢ ٪ خلال الفترة من ١٩٨٣م - ٢٠٠٥م، مقارنةً مع مستويات المتوسطات منذ الحرب العالمية الثانية[٥].

بالرغم من أن جزءاً من هذا الاستقرار يعود إلى الزيادة في حجم قطاع الخدمات والرقابة على التجارة، والتي قامت بتحديث أنظمة الاستثمار في المخزون، ويرى الكثيرون أن تقلص التقلبات الاقتصادية يعود إلى الزيادة في كفاءة السياسات النقدية، كالذي حدث خلال الفترة التي تولى فيها ألان جرينسبان Alan Greenspan رئاسة مجلس الاحتياطي الفيدرالي من ١٩٨٦م - ٢٠٠٦م.

كما هو متوقع، فإن مخاطر التقسيط في العديد من الوسائل المالية قد تراجعت بشكل كبير خلال فترة التحديث العظيم، حيث يعتقد المستثمرون أن سياسة البنك المركزي ستوقف أي صدمة اقتصادية قاسية. بالفعل، فإن التراجع في عام ٢٠٠١م قد برهن على صحة وجهة النظر التي تقول إن الاقتصاد لا زال مستقراً.

هذا التدهور كان بشكل طفيف بناءً على القياسات التاريخية، برغم حدوث انفجار الفقاعة التقنية الضخمة في عام ٢٠٠٠م، ومخاوف المستهلكين التي أعقبت هجمات ١١سبتمبر الإرهابية.

إن الاستقرار الاقتصادي غير المعتاد الذي أعقب التدهور العظيم، كان مشابهاً لما حدث في عقد العشرينيات من القرن الماضي؛ فترة الهدوء التي أعقبت انهيار الأسهم في عام ١٩٢٩م، ثم الكساد الاقتصادي العظيم. إن الانحراف المعياري للتغييرات في الإنتاج الصناعي من عام ١٩٢٠م إلى ١٩٢٩م، كان أقل من نصف ما كان في العشرين سنة التالية، ويشبه

تماماً ما حدث خلال فترة التحديث العظيم خلال حقبة العشرينيات. يفسر الكثير من الاقتصاديين بمن فيهم إيرفينج فيشر Irving Fisher من جامعة يال Yale University أن حالة الاستقرار تعود للإجراءات التي اتخذها مجلس الاحتياطي الفيدرالي، وهذا ما فعله الاقتصاديون قبل حدوث الأزمة المالية الأخيرة. وفي عقد العشرينيات اعتقد المستثمرون أن إجراءات مجلس الاحتياطي الفيدرالي في العقود القادمة، هي التي ستوقف التدهور الاقتصادي في حالة حدوث أزمة.

من سوء الحظ أن الشهية للاستثمار في الأصول ذات المخاطر، تزيد خلال البيئة الاقتصادية المستقرة، والتي يمكن أن تمهد لأزمة اقتصادية حادة. إن التباطؤ في أنشطة الأعمال في الظروف العادية يمكن التعامل معه واستيعابه، ويمكن بسهولة التعامل مع القدرة المالية للمقترضين الذين لديهم سقوف وعزلهم عن تراجع السوق.

يعتقد بعض الاقتصاديين أن دورة انحدار مخاطر الأسهم وارتفاع القدرة المالية، تعد أسباباً رئيسية في التذبذب والتقلبات الاقتصادية. هايمان مينسكى Hyman Minsky أستاذ الاقتصاد بجامعة واشنطن Washington University في سانت لويس، وضع نظرية «فرضية عدم الاستقرار المالي»[٦]، والتي تقول: إن المدة الطويلة للاستقرار الاقتصادي وارتفاع أسعار الأصول، يؤثر ليس فقط على التنبؤات وقوة دفع المستثمرين، ولكن يؤثر أيضاً على المخادعين الذين يعملون بطريقة مخطط بونزي PONZI SCHEME، والتي تدخل كمصيدة للمستثمرين العاديين الذين يرغبون في ركوب موجة ارتفاع الأسواق. إن نظريات مينسكى لم تجد تأييداً من الاقتصاديين؛ لأنها لم توضع بطريقة مقنعة، إلا أن لمينسكى تأثيراً كبيراً على البعض، ومنهم شارلس كايند لبيرجر Charles Kindleberger، أستاذ الاقتصاد في M. I. T في كتابه الذي طبع خمس طبعات متتالية «الهوس، والهلع، والانهيار: تاريخ الأزمات المالية» قد أوجد أتباعاً لهذه النظريات.

قروض الرهن العقاري عالية المخاطر:

وهي القروض ذات التصنيف الائتماني المنخفض، على نقيض ما جرى في عام ١٩٢٩م. لقد ساهم انتشار الإقراض مقابل الارتفاع في أسواق الأسهم في حدوث الأزمة المالية، وإن السبب الرئيس في الأزمة المالية في عام ٢٠٠٨م، هو النمو المتسارع لقروض الرهن العقاري،

وبعــض الضمانات العقارية الأخرى، والتي وجدت طريقها إلى ميزانيات المؤسســات المالية الكبرى. وعندما انعكس اتجاه ســوق العقار وانخفضت أســعار تلــك الضمانات العقارية، فإن المنشــآت التي قامت باقتراض الأموال دخلت في أزمات قادت بعضها لإشــهار الإفلاس، وبعضها للاندماج القسري مع مؤسســات أكثر قوة، ولا زال البعض ينتظر قرارات الحكومة بشأن استمراريتها[٧].

رحب الكثيرون من المستثمرين بالعائدات العالية لضمانات الرهن العقاري، باعتقاد أن التحديثــات الكبيرة والإجراءات التي اتخذها مجلس الاحتياطي الفيدرالي «شــبكة الأمان»، قد عملت بشــكل واضح على خفض مخاطر السقوط، ولكن تلك الضمانات تكاثرت عندما قامت وكالات التقييم الكبرى، مثل: ســتاندرد أند بــورس وموريس، بإعطاء الرهن العقاري أعلى المعدلات. سمح التقييم لمئات البلايين من الدولارات التي تعتمد على الرهن العقاري، بأن تُســوّق على نطاق العالم في صناديق التقاعد والبلديات، وبعض المنشــآت الأخرى التي تبحث عن الاســتثمارات الثابتة ذات الدخل العالي، وكذلك لجذب الأموال لمؤسســات وول ســتريت التي تبحث عــن مردود عالٍ من خلال الشراء، وقد جذبهــا لذلك التصنيف العالي للرهن العقاري AAA.

حيــث إن البعض يفترض أن بنوك الاســتثمار قد قامت بالضغط عــلى وكالات التقييم؛ لتقــوم برفع درجة تصنيف تلك الضمانات حتى تُمكن البنوك من توســيع نطاق المشــترين المحتملين. وفي الحقيقة، إن تلك الضمانات قد صُنفت من خلال تقنيات تُستخدم في تقييم الضمانات الأخرى. ولســوء الحظ، أن تلك التقنيات لا تناســب تحليل احتمالات الفشل في سوق العقارات السكنية، حيث إن أسعار العقار شهدت ارتفاعاً أعلى من المعدلات المعتادة.

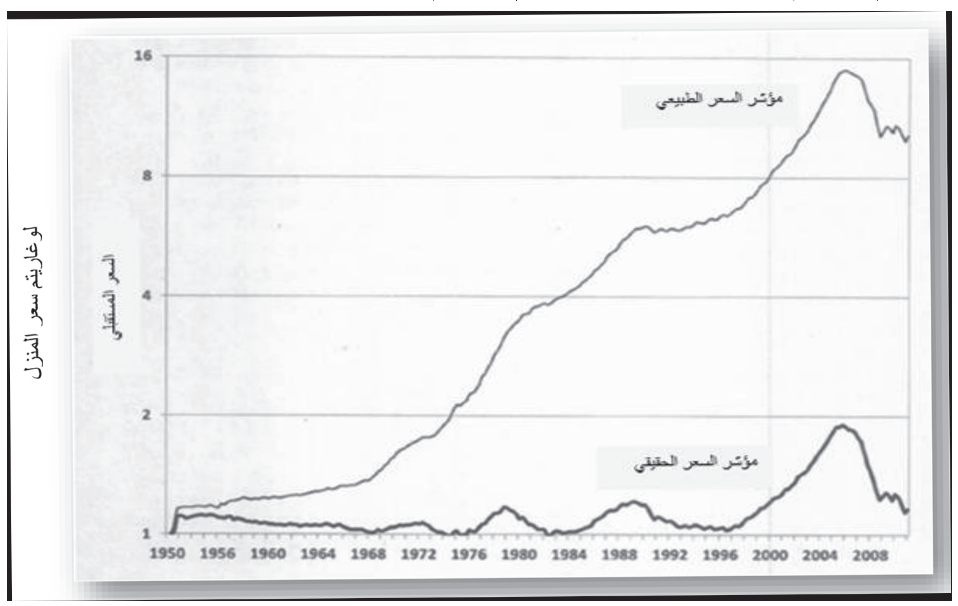
الخطأ الأساسي في التصنيف:

الشــكل (٢-١) يوضح مقارنة أسعار قطع الأراضي الســكنية، منذ نهاية الحرب العالمية الثانيــة قبل وبعــد التضخم. فالفترة مــن ١٩٩٧م حتى ٢٠٠٦ م تميــزت بتسريع النمو في ســوق العقار في المســتويين الحقيقي والاســمي. على مدى تلك الســنوات، كانت أســعار المساكن الاسمية مُقاســة بمؤشر كيس - شيلر CASE-SHILLER INDES في عشرين من المجتمعات الحضرية قد قاربت ثلاثة أضعاف، وزادت الأســعار الحقيقية للمســاكن بنسبة

١٣٠٪، متجاوزةً الزيادة خلال عقد السبعينيات، محطمةً الرقم القياسي المسجل بعد الحرب العالمية الثانية مباشرة.

قبل الطفرة في أســعار المســاكن كانت الرهونات العقارية تفتح على أســاس ٨٠٪ من قيمة القرض، مع أهمية مصداقية المقترض لدى المُقرِض، ويعود ذلك إلى أن متوسط أسعار المســكن الواحد أو مجموعة المســاكن في منطقة جغرافية معينــة، يمكن أن تنخفض بأكثر من٢٠٪، وهذا يؤثر بشكل واضح في قيمة الضمانات المقدمة لجهة الإقراض.

ولكــن إذا تم عمل حزم مــن الرهونات من مختلف الجهات لتكوين ضمان موحد، فإن ذلك ســيخفض من حجم المخاطر الناتجة عن تذبذب أســعار العقار في منطقة محددة، ثم إن أسعار الأصول التي تدعم الضمان يجب أن تزيد عن سلسلة الأسعار الاسمية للمساكن، كما هو واضح في الشكل (٢-١)، والتي توضح حركة قليلة نحو الأدنى حتى عام ٢٠٠٦م. في الحقيقة، قبل ١٩٩٧م هناك ثلاث سنوات فقط كانت فيها مؤشرات أسعار المساكن الاسمية متدنيــة، واثنان من هذا التدني أقل من ١٪، والتدني الثالث كان أثناء الفترة من الربع الثاني من عام ١٩٩٠م، حتى الربع الثاني من عام ١٩٩١م حيث بلغ ٢,٨٪.



الشكل (٢-١) أسعار المنازل الأمريكية الاسمية والحقيقية، ١٩٥٠م - ٢٠١٢م

لذلــك، وبناءً على البيانات التاريخية بعد الحرب، لا توجد أي فترة زمنية على المســتوى الوطني، تُظهر أن مؤشر الأســعار قد قارب الانخفاض بنســبة ٢٠٪، بما يكفي ليحل كضمان للرهن العقاري[٩٨].

قامت وكالات التقييم ســتاندرد اند بــورز Standard Poor's، ومودیز Moodys وآخرون بتحليل تاريخي لسلسلة أسعار المساكن، وتوصلت إلى اختبارات إحصائية تقيس مدى مخاطر وعائدات تلك الضمانات. وبناءً على تلك الدراسات، أصدرت تقارير تقول باحتمالية عدم كفاية ضمانات الرهــون العقارية المقدمة، كضمان لمحافظ القروض وبما تنحدر وتتناقص حتى تصل إلى الصفر، وتَوافق على هذه النتيجة عدد من إدارات المخاطر في عدد من البنوك الاستثمارية.

وهنــاك نتيجة أخــرى توصل إليها هــذا التحليل، وهي طالما أن قيمــة العقار المرهون تظل دائماً ذات قيمة أكبر من القرض، فإن مصداقية المقترض ليس لها أهمية عند مؤسســة الإقراض. وإذا فشل المقترض في التسديد، فإن المقرض سيقوم بالاستيلاء على العقار المرهون ويبيعــه بأكثر مــن قيمة القرض. لذلك، قامــت وكالات التقييم بتصنيــف الرهن العقاري AAA متجاهلةً مصداقية من يشــترون المســاكن. هذا الافتراض وفر إمكانية الحصول على مئــات البلايين من بيع الرهونــات العقارية، والرهونات غير التقليدية كتســديد للقروض، وعدم الحاجة إلى أي مســتندات ائتمانية أخرى، طالمــا أن القرض مُغطَى بضمانات عقارية من مناطق جغرافية مختلفة.

بعــض وكالات التصنيف تعلــم أن تصنيف الائتمان العالي لتلــك الرهونات يعتمد على ارتفاع تقييم وتقليل المخاطر في أســعار المنازل، ويمكــن تصوير ذلك من خلال التداول بين فيرســت باســيفيك أدفايرزس FIST PACIFIC ADVISORS والتي مقرها في كاليفورنيا California، وفيتــش ريتنج ايجنسي FITCH RATING AGENCY والذي تم في يونيو ٢٠٠٧م، حســب ما جاء في تقدير الرئيس التنفيذي لشركة فيرســت باسيفيك First Pacific السيد روبرت رود ديجويز Robert Rodriguez:

لقد سألت شريكي (فيتش Fitch): ما هي المؤثرات الأساسية لنموذج تصنيفكم؟

أجابت (فيتش Fitch): نقاط فيكو FICO وأسعار المساكن في أدنى أو أوسط مستوياتها، وأخذ المتوسطات للخمسين سنة الماضية.

ثم ســألهم شريكي مرة أخرى: «ماذا يكون الحال لو كانت أســعار المســاكن ذات قيمة صفرية خلال فترة زمنية ممتدة؟».

أجابوا: «إن نموذجهم سيتراجع».

ثم سأل: ماذا يكون الحال لو تراجعت الأسعار بنسبة ١٪ - ٢٪ لمدة زمنية ممتدة؟

أجابوا: «إن نماذجهم ستتراجع كلياً».

ثم سأل: إذا كانوا أجابوا معدل الاهتلاك ٢٪، ما هو أثر ذلك على مقياس التصنيف؟

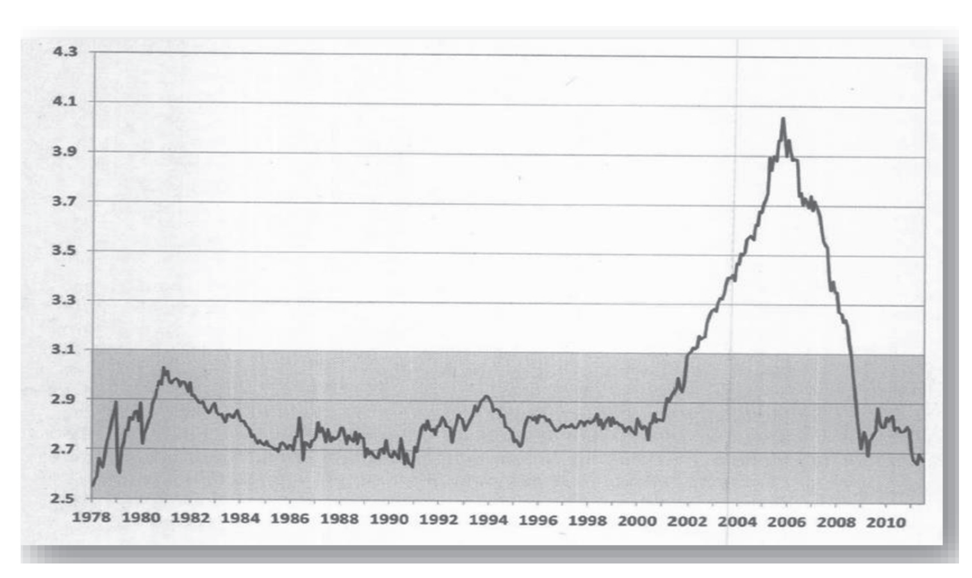
أجابوا: «ربما يرتفع التصنيف إلى (AAA)، (AA)»[١٠].

لا بد من الأخذ في الاعتبار أن هذا التداول تم أثناء انخفاض أســعار المســاكن بواقع ٤٪ عن الســنة الســابقة، وهو أكبر انخفاض بعد الحرب العالمية الثانية. لذلك، أصبح سيناريو انخفاض أسعار المنازل واقعاً، وهذا الواقع لم يضمن في تصنيف ائتمان تلك الضمانات.

حســب توقعات «فيتش» الســابقة بانخفاض أسعار المســاكن، فإن تصنيف الرهونات العقارية ســيتدهور بسرعة. في أبريل ٢٠٠٦م قبل شــهور قليلة من ذروة أســعار المنازل، قامت شركة جولدمان ساشس ببيع ١٢ سند رهن للمستثمرين، ١٠ منها صنفت في الأساس على أنها في درجة الاســتثمار، و٣ منها صنفت في درجة (AAA). وبحلول ســبتمبر ٢٠٠٧م، انخفضت سبعة من العشرة المصنفة في درجة الاستثمار إلى درجة الرمي في النفايات، وأربعة منها اختفت تماماً[١١].

فقاعة العقارات:

من الإشارات التي كان من المفترض على وكالات التصنيف الانتباه لها واستشعار المخاطر، هي أن الزيادة الدائمة في أســعار المســاكن لا يمكن أن تستمر. يمكن النظر إليها في الشكل (٢-٢). فإن نســبة أسعار المساكن لدخول الأسر المتوسطة، بقيت في وضع حرج ما بين ٢,٥ إلى ٣,٥ مــن ١٩٧٨م حتى ٢٠٠٢م، ولكنها ارتفعت بشــكل مفاجــئ لتتجاوز ٤ في ٢٠٠٦م، وهذا يعني أنها ارتفعت بحوالي ٥٠٪ أكثر من المستويات السابقة.



الشكل (٢-٢) نسبة أسعار المنازل إلى وسيط دخل الأسرة الأمريكية، ١٩٧٨م - ٢٠١٢م

ولكن عندما ترتفع أسعار الأصول أكثر من قيمتها الاقتصادية الأصلية، فإن هذا لا يدل بالضرورة على أن هناك فقاعة ستحدث، لكن على المستثمرين أن يعلموا أن هناك تغييرات أساسية في بنية السوق تبرر ارتفاع الأسعار. بالطبع، هناك فترات زمنية في التاريخ ارتفعت بها الأسعار عن القيمة الأصلية، ولكنها كانت مبررة تماماً، بناءً على التغيرات التي حدثت في البيئة الاقتصادية. سأقوم في الفصل الحادي عشر بشرح العلاقة بين عائدات أرباح الأسهم، ونسبة الفائدة على سندات الخزينة طويلة الأجل. خلال الفترة من ١٨٧١م حتى ١٩٥٦م، ظلت عائدات أرباح الأسهم دائماً أعلى من عائدات السندات، وهذا عمّق الاعتقاد بأن الأسهم أكثر مخاطر من السندات. إن إستراتيجية بيع الأسهم عندما يضيق الانتشار، وشراؤها عندما يتوسع الانتشار، ظلت إستراتيجية ذات ربحية لعدة عقود.

لكن عندما تخلت الولايات المتحدة عن قاعدة الذهب، بدأ التضخم يؤثر بشكل كبير في أسعار الفائدة، وفي عام ١٩٥٧م ارتفعت أسعار الفائدة أكثر من عائدات الأرباح على الأسهم، وبقيت على ذلك الحال أكثر من نصف قرن. أولئك الذين باعوا أسهماً واشتروا سندات في عام ١٩٥٧م، عندما عكس مؤشر «البيع» المبني على الأسعار الأصلية عائدات

ضعيفة، وأثبتت الأسهم أنها الأفضل في مقاومة التضخم، وتحققت عائدات أكبر من عائدات استثمارات الدخل الثابتة.

وبالمثل، فهناك أسباب منطقية حول ارتفاع أسعار العقارات أكثر، مقارنةً بدخول العائلات في متوســط العقد الأول من الألفية الثانية؟ أولاً، هناك انخفاض واضح في القيمة الاســمية والقيمة الفعلية لأسعار الفائدة، وهي التي جعلت تكاليف تمويل المساكن منخفضة للغاية. ثانياً، إن تكاثر أدوات الرهن، مثل: الرهن العقاري ذي التصنيف المنخفض، والتمويل الكامل الــذي يعادل فيه القرض قيمة المرهــون في بعض الحالات، ربما يتجاوز ثمن شراء المســكن في بعضهــا الآخــر. مثل هذه الرهونــات فتحت الباب على مصراعيــه للمقترضين الذين لم يكونوا في الســابق مؤهلين للحصول على قروض، كما ساعدت على التوسع الكبير في الطلب على المســاكن. إن انتشــار التمويل الكامل للرهن قد تم دفعه من قِبل الجمعية الوطنية للعقاريــين (NAR)، عندما قامت (NAR) في يناير ٢٠٠٦م بالإعلان عن ٤٣٪ لأول مســكن يشــتريه العميل دون أن يدفع، ويقومون بإقراضه هذه النسبة، وأن متوسط الدفعة الآتية حوالي ٢٪ من متوسط السعر المقدر بحوالي ١٥٠,٠٠٠ دولار أمريكي للمسكن الواحد[١٢].

هناك بعض الاقتصاديين المعروفين مثل السيد شارلس هميلبيرج Charles Himmelberg، كبــير الاقتصاديين ببنك الاحتياطي الفيدرالي بنيويورك Federal Reserve Bank، والســيد كريــس فاير، مدير المركز العقاري، في مدرســة إدارة الأعمال بجامعة كولمبيا، والســيد تود ســيناى Todd Sinai، الأســتاذ المشارك في العقار بمدرســة وارتون، والذين أقروا بأن نسب الفائدة المتدنية تبرر مســتوى الارتفاع في أســعار العقارات[١٣]، وأشار بعضهم إلى أن الطفرة الثانية في أسعار المساكن سوف تستمر لسنوات، في حين يُحال أبناء الطفرة إلى التقاعد[١٤].

ولكن تساءل بعضهم عن الاســتدامة في زيادة أسعار المساكن. بروفيسور روبرت شيلر Robert Shiller من جامعة يال Yale، وزميله كارل كاس (Karl Case)، قاما بإعداد مؤشر كاس - شيلر Shiller للوحدات السكنية، والذي أصبح معياراً مرجعياً لهذا التخصص. أولاً، حذرا من فقاعة العقار في عام ٢٠٠٣م، ونشرا مقالاً بعنوان: هل هناك فقاعة إسكانية؟[١٥].

دين باكر مدير مشــارك في المركز الاقتصادي وأبحاث السياسات بواشنطن، كتب وحاضر بكثافــة عن مخاطــر الفقاعة العقارية في ٢٠٠٥م وفي أوائــل ٢٠٠٦م[١٦،١٧]. إن الخلافات بين

الخبراء تتلخص في: هل فعلاً حدثت الفقاعة العقارية، ويمكن أن تؤثر على وكالات التصنيف وتثير مخاوفها تجاه تصنيف تلك الضمانات، وكأنه ليس هناك احتمال للعودة للوضع الأصلي؟[١٨].

الفشل النظامي (الإجرائي):

بالرغم من تلك التحذيرات، فإن الجهات المنظمة بصفة عامة، والاحتياطي الفيدرالي بصفة خاصة، لا يعتقدون أن التضخم في أسعار المساكن يشكل تحدياً للاقتصاد، ولم يسألوا عن التصنيف العالي الذي أُعطيَ لضمانات الرهن العقاري وفي التصنيف المنخفض. إضافة إلى ذلك، لم يقوموا بالرقابة على بناء الضمانات ذات العلاقة بالرهونات الخطرة، وإظهارها في ميزانيات المؤسسات المالية المفتاحية. هذا الفشل ترك أثراً سيئاً في سجل هيئة النقد بالولايات المتحدة.

من المؤسف حقاً أن رئيس الاحتياطي الفيدرالي السيد ألان جرينسبان Alan Greenspan، وهو صاحب النفوذ القوي وسط المسؤولين في الشؤون المالية، لم يقم بتحذير الجمهور من المخاطر المتزايدة بسبب الارتفاع المتنامي في أسعار المساكن، ولا شك أن السيد جرينسبان Greenspan كان على علم بتضخم مديونية الرهونات المنخفضة التصنيف، والتحديات المحتملة التي تواجه الاقتصاد، حيث قام أحد الأمناء بالاحتياطي الفيدرالي وهو السيد إدوارد جرامليش Edward Gramlich بالكتابة بكثافة عن مخاطر أدوات الرهن العقاري ذات التصنيف المنخفض، ونشر كتاباً بعنوان «الرهن العقاري والتصنيف الائتماني المنخفض أحدث فقاعة وانفجاراً في أمريكا» في يونيو عام ٢٠٠٧م[١٩].

وذكر بعضهم أن مجلس الاحتياطي الفيدرالي يفتقر إلى النظرة الثاقبة تجاه المؤسسات المالية. لذلك، كانت آثار ارتفاع أسعار العقارات خارج نطاق رؤيته. لكن لماذا كان جرينسبان Greenspan منزعجاً من الارتفاع في أسعار الأسهم، قبل عقد لتغطية تصريحه الشهير «القلق غير المبر»، أمام النادي الاقتصادي في واشنطن العاصمة (DC)في ديسمبر ١٩٩٦م؟

كل الأمور التي تؤثر في استقرار القطاع المالي هي من مسؤوليات مجلس الاحتياطي الفيدرالي، إذا كانت صادرة من البنوك أم لا. إن عدم اهتمام جرينسبان Greenspan

بذكـر الأصـول ذات المخاطر في ميزانيات المؤسسـات المالية، قد ظهـرت عندما أعلن أمام لجنة الكونجرس في أكتوبر ٢٠٠٦م، أنه كان في وضع «المصدوم غير المصدق» بأن مؤسسات الإقراض العائدة للقطاع، لا تملك معايير لحماية حقوق المساهمين من مخاطر انحدار أسعار المسـاكن، ولا يملكون أدواتٍ لتحييد تعرضهم لمخاطر باستخدام مشتقات مالية أو إجراءات ائتمان احترازية[٢٠،٢١].

بالرغـم من أن جرينسـبان Greenspan فشـل في التنبؤ بالأزمة الماليـة، فأنا لا أعتبره مسـؤولاً كما يظن الآخرون[٢٢] عن خلق فقاعة الرهن العقاري؛ وذلك بسبب سياسة مجلس الاحتياطـي الفيدرالي وبطئها في زيادة أسـعار الفائدة، والتي لا تُعد القوة الرئيسـية التي تدفع بقيمة العقارات إلى الأعلى. إن الانخفاض في أسعار الفائدة على المدى الطويل تدفع إلى التباطؤ في النمو الاقتصادي، وإن التحول من النقود إلى السـندات في مخصصات شركات التقاعـد، والتي تمثـل بناءً احتياطياً كبيراً في البلدان الآسـيوية وخاصـة الصين، والتكاثر في قـروض الرهن العقاري ذات التصنيف الائتـماني المنخفض، ورهونات التمويل الكامل، تُعد ذات أهمية كبرى في رفع أسـعار العقار إلى أعلى من مسـتوى نسب التمويل المحددة من مجلس الاحتياطي الفيدرالي، والتي أعدها السـيد جرينسـبان Greenspan ولجنة السوق المفتوح الفيدرالية. إضافة إلى ذلك، إن القوى التي دفعت بأسعار العقار إلى الأعلى استندت على الأسـس المنتشرة في العالم، والعمـلات الوطنية في بلدان لديها بنوك مركزية مسـتقلة بالكامل. مثلاً، ارتفعت أسـعار المساكن في أسبانيا Aspain واليونان Greece، وهي أقطار يقوم بوضع سياستها النقدية البنك المركزي الأوروبي European Central Bank.

الديون الثقيلة للمؤسسات المالية بسبب الأصول ذات المخاطر:

ليـس من المقبول أن الارتفاع أو الانخفاض في أسـعار العقارات والضمانات المتعلقة بها، هو وحده الذي تسـبب في الأزمة المالية أو التدهور المريع في السـوق؛ لأن تلك الضمانات لم تظهر في ميزانيات المؤسسات المالية الفائدة في القطاع. إن إجمالي قيمة الرهونات العقارية ذات التصنيف المتخصص A (أ) والرهونات ذات التصنيف العالي، بلغت ٢,٨ تريليون دولار بنهايـة الربع الثاني من عام ٢٠٠٧م[٢٣]. حتى لو تراجع سـعر تلك الضمانات إلى الصفر، فإن الخسارة في قيمة تلك الضمانات ستكون أقل من التراجع في قيمة أسهم التقنية خلال انهيار

طفرة دوت كوم، والتي حدثت قبل سبع سنوات، وانهيار سوق الأسهم والذي أعقبه التدهور الاقتصادي الذي حدث بعد أحداث ١١ سبتمبر الإرهابية، والتي تسببت في تراجع بسيط.

الفرق الكبير بين الحدثين هو أن ما حدث إبان ذروة الطفرة التقنية أن وسطاء المساكن والبنوك الاستثمارية، لم يقوموا بامتلاك كميات كبيرة من الأسهم التي تعرضت أسعارها للتأثير؛ هذا بسبب أن المؤسسات الاستثمارية قد قامت ببيع جميع ما تملك من أسهم مؤسسات تقنية ذات مخاطر إلى المستثمرين، قبل انفجار فقاعة دوت كوم.

وعلى النقيض الحاد من ذلك، ما حدث في ذروة السوق العقاري، فإن وول ستريت كانت تعلم يقيناً بالديون ذات العلاقة بالمساكن، وهذا ما ظهر فيما بعد عند تراجع أسعار الفائدة، وأن المستثمرين كانوا في سباق نحو العائدات، وأن ضمانات الرهونات قد رفعت أسعار الفائدة للأعلى، مقارنةً بفوائد الديون الحكومية وديون الشركات المصنفة. إن البنوك الاستثمارية مثل بير سيترنس قد قام ببيع السندات للمستثمرين، مع الوعد بعائدات أعلى وعلى نفس المستوى من درجة الأمان[٢٤]. بالرغم من أن كثيراً من البنوك الاستثمارية حجزت تلك السندات لحسابها، إلا أن امتلاكها للرهونات ذات الضمانات المنخفضة قد نمت أيضاً، عندما أُرغموا على استعادة مخصصات الرهونات ذات التصنيف المنخفض، والتي باعوها للمستثمرين بسبب ادعاءات المستثمرين بأنه لم يتم إخطارهم بالمخاطر[٢٥].

تراكمت مخاطر النظام المالي عندما قامت شركة أيه. آي. جي A. I. G أكبر شركة تأمين عالمية، بعرضها لتأمين مئات الملايين من الدولارات لتلك الرهونات ضد المخاطر الاقتراضية، من خلال الأداة المعروفة باسم: «مقايضة الائتمان الاقتراضي». عندما هبطت أسعار الرهونات، جاءت أيه. آي. جي A. I. G ببلايين الدولارات من الاحتياطيات التي لم تكن لديها. وفي الوقت نفسه، وجدت البنوك الاستثمارية التي اقترضت مبالغ باهظة لشراء الرهونات أن مواردها المالية قد نضبت، عندما طالبها الدائنون بأموالهم المحتجزة مقابل تلك الأصول. إن التراجع في قيمة ضمانات تلك الرهونات العقارية قد ساهم في حدوث الأزمة المالية، وهذا يشبه ما حدث من قِبل البنوك الاستثمارية، عندما قامت بحجز أسهم الشركات التقنية كهامش نقدي عند انهيار الأسعار في عام ٢٠٠٠م، عندما حدثت أزمة سيولة في ذلك الوقت، ولكن البنوك في الأزمة العقارية لم تفعل ذلك.

دور مجلس الاحتياطي الفيدرالي في معالجة الأزمة:

يعتبر الإقراض عصب الحياة، والزيت الذي يقوم بتشحيم كل الاقتصادات الكبيرة. عند حــدوث أزمة مالية، فإن المؤسســات التي كانت تعتبر آمنة وموثــوق بها تتحول فجأة إلى منشــآت مشــكوك فيها. عندما انهارت شركة ليمان، انتشر الهلع وســط المســتثمرين؛ لأن العديــد من المنشــآت المالية الأخرى ربما تواجه صعوبات، وهذا جعل مؤسســات الإقراض تطالب باســتعادة الأموال التــي أقرضوها، وبالتالي إيقاف خطوة التســهيلات لديهم. وفي الوقت نفســه، قام المســتثمرون ببيع أصولهم ذات المخاطر، وذلك بافتراض زيادة مستوى الأصول الآمنة في محافظهم الاستثمارية.

ولكــن هناك منشــأة واحــدة يمكن أن تقدم هــذا الحجم من الســيولة خلال الأزمات وهي البنك المركزي. إنه المؤسســة التي ذكرها وولتر باقهوت Walter Bagehot، الصحفي الإنجليزي في القرن التاسع عشر في مقاله «الملاذ الأخير للإقراض»[٢٦]. إن البنك المركزي يمكن أن يوجد ســيولة من احتياطيات ائتمان للبنوك، إما من خــلال الاقتراض من البنك المركزي أو بيــع الضمانــات له، وعلى البنوك عنــد الطلب أن تحول تلك الاحتياطيات إلى ســندات مصرفيــة أو عملة نقدية، أي إلى أصــول نقدية، وبهذه الطريقة تســتطيع البنوك المركزية الاســتجابة لطلبات البنوك أو رغبات المودعين في سحب إيداعاتهم في شكل عملات نقدية، وذلــك بإقراض تلك البنوك أي كمية من الاحتياطات النقدية، مقابل الأصول المحجوزة لدى البنك المركزي كضمانات، بغض النظر عن انخفاض نوعية أو أسعار تلك الأصول.

تحرك الملاذ الأخير للإقراض للحدث:

بعد إعلان إفــلاس ليمان، قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بتوفير الســيولة المطلوبة في السوق في ١٩ سبتمبر، وبعد ثلاثة أيام أعلن صندوق الاحتياطي الأوّلي بأنها ستصل إلى أقل من دولار، وأعلنت الخزينة بأنها أمّنت على كل الأرصدة النقدية المشاركة في السوق بكامل أرصدة المستثمرين، وأشارت الخزينة إلى أنها استخدمت النقد في استقرار التداول، وبالطبع استخدمت معاملات التداول في النقد الأجنبي لدعم خطة التأمين. وحيث إن الخزينة تملك ٥٠ بليــون دولار فقــط أي أقل من ٢٪ من أصولها في أرصدة الســوق المالية، فعلى الخزينة

أن تعتمد على خطوط الاعتماد اللامحدودة لدى مجلس الاحتياطي الفيدرالي، وباستخدام أمثل لضماناتها. قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي نفسه بإيجاد تسهيلات ائتمانية؛ لتوسيع قاعدة الإقراض للبنوك بشراء أوراق تجارية من الصناديق الاستثمارية[٢٧]، وبعد شهر من ذلك تم إنشاء السوق النقدية لتسهيل تمويل المستثمر .

في ٢٩ سبتمبر ٢٠٠٨م، أعلنت مؤسسة إيداعات التأمين الفيدرالية (FDIC)، بأنها دخلت في ترتيبات مشاركة الخسائر مع مجموعة سيتي بقروض تبلغ ٣١٢ بليون دولار؛ وذلك لامتصاص الخسارة الأولى البالغة ٤٢ بليون دولار، وستقوم (FDIC) بامتصاص أي خسائر تزيد عن ذلك. كما قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بتوفير قروض لمتبقي الخسارة والبالغة ٢٧٠ مليون دولار، تَبِع ذلك في يناير إبرام اتفاقية مشابهة تُعادل نحو ثلث هذا المبلغ مع بنك أوف أمريكا. وبالمقابل، قامت مجموعة سيتي بإصدار أسهم بمبلغ ١٢ بليون دولار لتغطية قرض (FDIC) في سوق الأسهم المفضلة. في ١٨ سبتمبر دخل مجلس الاحتياطي الفيدرالي بترتيب مقايضة ١٨٠ بليون دولار مع البنوك المركزية العالمية القائدة؛ لتحسين وضع السيولة في الأسواق المالية العالمية. بالإضافة للضمانات المشتركة لسوق النقد، أعلنت المؤسسة الاتحادية للتأمين على الودائع (FDIC) بعد إفلاس شركة ليمان مباشرة في ٧ أكتوبر، عن الزيادة في تغطية تأمين الإيداعات إلى ٢٥٠,٠٠٠ دولار لكل مودع، وذلك حسب نص قانون طوارئ الاستقرار الاقتصادي لعام ٢٠٠٨م، والذي أقره الكونجرس قبل أربعة أيام من الأزمة. في ١٤ أكتوبر قام (FDIC) وشركاتهم القابضة، وكذلك الإيداعات الجارية بدون فوائد في كل الحسابات الجارية[٢٨]. وبالمثل، قامت الحكومة بضمان كبار المدينين وذلك من خلال ضمان كل الإيداعات التي طُلبت من قِبل حساب نظام الإفلاس.

الطريقة الوحيدة التي يمكن أن تستطيع (FDIC) من خلالها ضمان النقد الذي يتم توفيره من خلال هذه المبادرات، هي الدعم الكامل من الاحتياطي الفيدرالي. لدى (FDIC) مخصصات تأمين، ولكن حجمها قليل جداً مقارنةً بالإيداعات التي قامت بتأمينها[٢٩]. إن مصداقية (FDIC) للوفاء بوعودها، مثل صندوق استقرار التداول الذي يقوم بتأمين حسابات سوق النقد، يعتمد على قنوات ائتمان غير محدودة لدى الوكالة مع الاحتياطي الفيدرالي.

لمـاذا اتخـذ مجلس الاحتياطي المركزي ورئيسـه السـيد بيرنانـكي Bernake كل هذه الإجـراءات؛ لتأكيد توفير السـيولة الكافية لمقابلة احتياجات القطاع الخاص؟ ذلك بسـبب الدروس التي اسـتفادها هو واقتصاديون آخرون، في إحجـام البنوك المركزية عن إجراءات المعالجة خلال الكساد العظيم.

كل اقتصـادي مهتـم بالاقتصاد الكلي، قام بدراسـة العمل الذي نـشر في عام ١٩٦٣م: «التاريخ النقدي للولايات المتحدة» الحائز على جائزة نوبل، وكتبه السـيد ميلتون فريدمان في جامعة شـيكاغو. أظهر هـذا البحث حالة من الرفض ضد الاحتياطي المركزي؛ لفشـله في توفير احتياطات للنظام المصرفي خلال الكسـاد العظيم. بالتأكيد، إن السـيد بن بيرنانكي Bernake الحاصل على شـهادة الدكتوراه في الاقتصاد، وتخصص دقيق في النظرية النقدية والسياسـات من معهد ماساشوسـيتس للتقنية، على إطلاع وعلـم بأبحاث فريدمان، وأصر عـلى تجنب تكرار أخطاء الاحتياطي الفيدرالي[٣٠]. في حفل عيد ميلاد فريدمان التسـعين في ٢٠٠٢م وقبل ستة سنوات من الأزمة، قال السيد بيرنانكي Bernake عند تقديمه للبروفيسور فريدمان: بخصوص الكساد العظيم، فإنك على حق. لقد فعلنا ذلك بأنفسنا، ونأسف لذلك، ولكن لك الشكر، ولن نكرره مرة أخرى[٣١].

هل كان من المفروض إنقاذ ليمان بروذرزLehman Brothers:

بالرغـم من أن مجلس الاحتياطـي الفيدرالي قد اتخذ عدداً من القرارات بعد سـقوط ليمان بروذرز، إلا أن الاقتصاديين ومحللي السياسـات ظلوا يجادلون لسـنوات، من أنه إذا كان بإمكان البنك المركزي أن ينقذ البنك الاستثماري من السقوط ابتداءً، بالرغم من تجاهل مجلس الاحتياطي الفيدرالي بسبب عدم توفر السلطة القانونية الكاملة لإنقاذ ليمان، إلا أن الحقائـق وعلى أرض الواقع تثبت عكس ذلك تماماً. في عام ١٩٣٢م قام الكونجرس بتعديل قانون مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأساس لعام ١٩١٣م، بإضافة الفقرة ١٣ (٣) والتي تنص على ما يلي:

> «في حالـة الظروف غير المعتـادة، فإن مجلس أمنـاء مجلس الاحتياطي الفيدرالي بأغلبية خمسة أعضاء، يمكن أن يفوض أي بنك للاحتياطي المركزي. وفي خلال تلك الفترة، يخفض لأي فرد أو شركاء أو مؤسسة، السندات والشيكات

> والكمبيالات ،إذا كانوا مؤسَّسين حسب كفالة بنك الاحتياطي الفيدرالي، على أن يقــوم بنك الاحتياطي الفيدرالي قبــل عملية التحقيق بالحصول على أدلة تثبت أن الفرد، أو الشركاء أو المؤسسة غير قادرين على تأمين مصادر ائتمانية من مؤسسات مصرفية أخرى»[٣٢].

لا شك أنه قبل أسبوع من إعلان ليمان بروذرز إفلاسها، كانت المؤسسة مؤهلة للاقتراض لــدى مجلس الاحتياطي الفيــدرالي، وكان من الواضح أن ليمان غير قادرة على تأمين قروض كافية من المؤسسات المصرفية الأخرى.

إن السبب في أن مجلس الاحتياطي الفيدرالي لم يقم بإنقاذ ليمان، كان سبباً سياسياً وليس اقتصادياً. لقد ســبق أن قامت الحكومة بإنقاذ بيرســتيرنس، وفانى ماى وفريدى ماك، وقد وجد ذلك انتقادات من قِبل الجمهور وخاصة الجمهوريين. وبعد مســيرة إنقاذ بيرستيرنس، تلاشت الكلمة من قاموس إدارة الرئيس بوش، وحلت محلها: «لا يوجد مزيد من الإنقاذ»، وقام الســيد هنري بولســون وزير الخزانة بإخطار ليمان بروذرز بعد وقت قصير من إنقاذ بيرستيرنس: إن عليها أن ترتب أمورها الداخلية ولا تتوقع أي مساعدة من مجلس الاحتياطي الفيدرالي. وبعد أيام، رفض مجلس الاحتياطي الفيدرالي طلب ليمان لقرض بقيمة ٤٠ بليون دولار. توقع وزير الخزانة ومجلس الاحتياطي الفيدرالي أن التحذير المســبق، ربما يســاعد في تقبل الســوق المالي لفشل ليمان ويســهُل هضمه، وذلك كأن يترك اختلالات جوهرية في السوق[٣٣].

ولكن حقيقة الأمر، عندما قام وزير الخزانة بتحذير ليمان وطلب منها تعديل ميزانيتها الســنوية، كان الطلب متأخراً جداً، حيث إن ليمان لم تكن فقط قد اقترضت قروضاً ضخمة لشراء الرهونات العقارية ذات التصنيف الائتماني المنخفض، بل قامت تيشمان سباير بدفع مبلغ ١٧ بليون دولار بواســطة البنك الأمريكي لشراء ارســتون سميث ترست بمبلغ ٢٢,٢ بليــون دولار. كانت ليــمان تأمل أن تبيع الدَين لمشــترين جدد برســوم عالية، وأكثر مما فعلت بلاكســتون، عندما باعت أملاك ســام زيل في ذروة الســوق، ولكن ليمان بقيت مع ٥ بليــون دولار هي قيمة عقارات غير مباعة، والتي يصفها المتخصصون بأنها أســوأ عملية تقوم بها ليمان بروذرز في حياتها[٣٤]. بالرغم من أن الســيد ريتشــارد فولد Richard Fuld

الرئيس التنفيذي، استمر يردد بأن ليمان قد تمت تصفيتها، فإن التجار يعرفون أنه وبسبب هبوط سـوق العقارات، لا زالت هناك فرصة ولو كانت ضئيلة لاستمرار ليمان. إن الطريق إلى الإفـلاس أصبح ممهـداً، بعد أن تورطت ليمان في الضمانـات المتعلقة بالرهن العقاري، والحرارة الزائدة لأسواق الممتلكات .

إن قـرار مجلـس الاحتياطي الفيدرالي لإنقـاذ أيه.آي.جي (AIG)، قـد أملته الضرورة بسـبب الفوضى المالية غير المتوقعة، والتي أعقبت إفلاس ليمان مباشرة. لقد صدم مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة بالسـحب النقدي المتسارع، وتسوية أقساط المخاطر في السـوق المالي العالمي. والاعتقاد بحدوث حالة إفلاس أخرى، ربما يسـفر عن مئات البلايين من الدولارات من السـندات، والديون الهالكة تقود بالنهاية إلى انهيار النظام المالي العالمي. بالرغـم من حقيقـة أن (AIG) كشركة تأمين، بعيدة بعض الشيء من محيط مسـؤوليات مجلس الاحتياطي الفيدرالي، وليسـت قريبة مثل ليـمان، إلا أن المجلس قام بإنقاذ عملاق التأمـين[٣٥]. لـديّ قليلٌ من الشـك من أنه إذا سـقط (AIG) أولاً، ربما دفـع ذلك مجلس الاحتياطي الفيدرالي لإنقاذ ليمان حفاظاً على استقرار السوق المالي.

إن برنامـج إنعـاش الأصـول المتعـثرة TROUBLED ASSETS RELIEF (TARP) PROGRAM، والذي سيوصف بالتفصيل في الفصل التالي، لم يكن له أي أثر في تجنب الأزمة المالية؛ وذلك بسبب أن كل الأموال التي تحت إشراف (TARP) ربما كانت مغطاة من قِبل مجلس الاحتياطي الفيدرالي، بموجب النظام المالي دون الحاجة لموافقة الكونجرس. لقد تم دفع (TARP) من قِبل بيرنانك وبولسـون للحصول على غطاء سياسي؛ وذلك لمعرفتهما بأن عمليات الإنقاذ سـتكون غير طبيعية، وأي قـرارات أو إجراءات تتخذ من قِبلهما قد تحتاج إلى موافقة من الكونجرس.

لقد ادعى مؤرخ مجلس الاحتياطي الفيدرالي البروفيسـور ألان سيلتزرAllan Meltzer مـن جامعة كارنجي Carnegie - ميلون، بـأن على المجلس أن يضع توقعات لكيفية إنقاذ المؤسسـات الكبيرة مثل بيرستيرنس، والذي هدد سقوطه في النظام المالي، ولكنه بالرغم من ذلك ظل متفرجاً وسمح بانهيار ليمان[٣٦]. وقد أثر ذلك في شارلس بلوسرCharles Plosser، رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي في فيلادلفيا، الذي يعتقد أن سقوط بيرستيرنس في مارس كان

يمكن امتصاصه من قِبل السوق. وبالتالي، ربما شجع بعض المنشآت لزيادة سيولتها لتفادي أي انهيارات أخرى.

لكن أعتقد بأنه ربما يُستبعد، إذا سمح لبيرنس أن تسقط، أن يسرع ذلك بشكل كبير في سقوط ليمان، ويُعجل بحدوث الأزمة في مارس بدلاً من سبتمبر. لقد اتخذت المنشآت المالية من إجراء مجلس الاحتياطي الفيدرالي لإنقاذ بيرستيرنس كمؤشر «للزيادة» في الأصول ذات المخاطر العالية؛ لأن مجلس الاحتياطي الفيدرالي سيقوم بإنقاذ المنشآت التي ستواجه مشكلات. لا بد من ملاحظة أن إنقاذ بيرستيرنس قُصد به تفكيك المنشأة، وإعطاء المساهمين جزءاً ضئيلاً من القيمة الدفترية للأسهم - لا زال ملاك A. I. G يرفعون قضايا مطالبين بمبالغ مماثلة لما قامت بدفعه الحكومة الفيدرالية، عندما قامت بإنقاذ شركة التأمين العملاقة من الإفلاس. في عام ٢٠٠٨م كان متأخراً جداً أن يقوم المشرعون بإيقاف الأزمة. كان يحتاج المشرعون لسنوات مبكرة لاتخاذ الإجراءات، عندما كانت المنشآت مصنفة أ، أ، أ، في نطاق الرهونات العقارية ذات التصنيف الائتماني المنخفض، وتبحث البنوك عن عوائد مرتفعة. لذلك، بدأت في زيادة سقوفاتها في تلك الضمانات.

انعكاسات على الأزمة:

إن الديون الثقيلة التي سبقت الأزمة المالية، قد نتجت عن التشجيع بتراجع وانخفاض المخاطر خلال الفترة الطويلة للاستقرار المالي، والتصنيف المضلل للرهونات المتعلقة بالضمانات من قِبل وكالات التصنيف، والاعتماد والموافقة من الجهات السياسية، والتوسع في امتلاك المباني السكنية، وقِصر النظر لدى الجهات المنظمة ولا سيما مجلس الاحتياطي الفيدرالي، ولكن هناك مسؤولية على إدارات الكثير من المنشآت المالية التي كان يجب أن تأخذ هذه الأمور في الحسبان، وكانت غير قادرة على تصور المهددات التي تحيط بمنشآتهم، وربما يؤدي إلى سقوطها بمجرد انتهاء الطفرة الإسكانية، وقد تهربوا من المسؤولية عند تقييم المخاطر من قِبل الفنيين الذين يديرون برامج إحصائية غير دقيقة.

كذلك تأثرت الأزمة المالية بالمقولة التي نمت وانتشرت خلال فترة رئاسة جرينسبان Greenspan لمجلس الاحتياطي الفيدرالي، والتي تقول: إن المجلس قد يساهم في ازدهار الاقتصاد ويستبعد دورة الأعمال. وبالرغم من فشل المجلس في رؤية شبح الأزمة، فقد قام

بإجراءات سريعة لتوفير السـيولة والحماية من تفاقم الانهيار وانتشار آثاره وكبح جماحها، حتى لا تصبح كارثية أكثر مما هي عليه.

إن الأزمة المالية في عام ٢٠٠٨م قد تم تصويرها في التحليل التالي: لا شـك أن التطورات في الهندسة قد جعلت السيارة أكثر أمناً من حالها قبل خمسين عاماً، ولكن هذا لا يعني أن السـيارة آمنة في كل السرعات، فإن قنبلة صغيرة على الطريق قد تدمر سيارة ركاب حديثة الصنع تسـير بسرعة ١٢٠ كم/ الساعة، وذلك تماماً مثل سيارة ذات طراز قديم تسير بسرعة ٨٠ كلـم/ السـاعة. خلال عمليـة التحديث الضخمة، فإن المخاطر لا شـك تقل كثيراً، وإن المنشـآت المالية تقوم بزيادة وتعديل ميزانياتها السـنوية اسـتجابةً لذلك التحديث، ولكن الزيـادة تتضخم، ولكن كل ذلك يُحتاج إليه عندمـا تكون الزيادة غير المتوقعة في معدلات المخاطر في قـروض الرهن العقاري، ذات التصنيف الائتـماني المنخفض «وهي القنبلة على الطريق»، والتي تدمر الاقتصاد وتؤدي إلى الأزمة الاقتصادية.

الهوامش:

1. As early as June, Natixis, a French investment bank, had cut off all activity with Lehman, and in early September, it was reported by The Financial Crisis Inquiry Report that JPMorgan, Citigroup, and Bank of America all demanded more collateral from Lehman with the threat that they might cut Lehman off if they don’t receiv it.
2. Risk spreads, such as the TED spread (Treasuries over Eurodollars), the LIBOR-OIS spread (LIBOR over Fed funds), commercial paper over Treasuries, and others jumped dramatically. By Wednesday the Bloomberg Financial Conditions Index of Risk had deteriorated to four to five standard deviations below normal levels based on the past 16 years of data. (See Michael G. Rosenberg, “Financial Conditions Watch,” Bloomberg, September 18, 2008).
3. On Monday, September 15, the Primary Fund valued Lehman’s commercial paper at 80 cents on the dollar. On Tuesday it posted on its website, The value of the debt securities issued by Lehman Brothers Holdings, Inc (face value $785 million) and held by the Primary Fund has been valued at zero effective as of 4:00 p.m. New York time today. As a result, the NAV of the Primary Fund, effective as of 4:00 p.m. is $0.97 per share.
4. Irecalled lecturing my students in the 1980s, when Treasury bill rates were 16 per cent, that investors were thrilled to get yields as high as 10 basis points in the 1930s Students shook their heads in disbelief, and we all laughed about this curious piece of history that we thought could never happen again.
5. The standard deviation of quarterly changes in nominal GDP fell from 5.73 percent from 1947 to 1983 to 2.91 percent from 1983 to 2009.
6. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 74, Ma 1992; see also Robert Pollin, “The Relevance of Hyman Minsky,” Challenge, March/ 5. pril 1997.
7. Subprime mortgages were not solely the creation of Wall Street firms. Politicians who wanted to give millions of Americans their first chance to realize the “American Dream” of home ownership encouraged the government-sponsored lenders Fannie Mae and Freddie Mac to issue these loans to those who would not ordinarily qualify for conventional mortgage
8. Since mortgages are denominated in dollars, it is the nominal, not the real, index that is of interest to bond buyers.
9. It is true that there were substantial declines in nominal house prices during the Great Depression and that the real estate price index declined 25.9 percent between 1928 and 1932. But that was entirely due to a deflation in the general price index, as the CPI fell almost exactly the same percentage. Since the Federal Reserve had com mitted to avoid deflation and could do so through the power of money creation, it would be quite reasonable to assume that researchers would ignore those data.

10. “Absence of Fear”, CFA Society of Chicago Speech, June 28, 2007, reported by Robert Rodriguez, CEO of First Pacific, http://www.fpafunds.com/docs/special -commentaries/absence of fear pdf?sfvrsn-2
11. Deutsche Bank Trustee Reports, http://esmoney cnn.com/2007/10/15/markets /junk mortgages. fortune/index.htm?postversion-2007101609.
12. Noelle Knox, “43% of first time home buyers put no money down,” USA Today January 18,2006, p. 1A.
13. Charles Himmelberg, Chris Mayer, and Todd Sinai, “Assessing High House Prices, Bubbles, Fundamentals and Misperceptions,” Journal of Economic Perspectives, vol 19, no. 4 (Fall 2005), pp. 67-92. They also wrote an article, “Bubble Trouble? Not Likely” which appeared on the editorial page of the Wall Street Journal (September 9, 2005) at the peak of housing prices.
14. According to Home Mortgage Disclosure Act data, the national share of purchase loans for second homes-defined as “other than owner-occupied as a principal dwelling” -increased from 8.6 to 14.2 percent from 2000 to 2004. That represents an nnual average growth rate of 16 percent during that time period. The actual num ber of purchase loans doubled, increasing from 405,000 to 881,200. See Keunwon Chung, Second-Home Boom, at http://www.realtor.org/resorts/resorts/ reisecond homeresearch. Chung is a statistical economist at the National Association of 14. Realtors.
15. Robert Shiller, Irrational Exuberance, 2nd ed., Princeton, NJ: Princeton University Press, 2005, Chap. 2. Also see Forbes columnist Gary Shilling, eg., “End of th Bubble Bailouts,” Forbes, August 29, 2006.
16. Dean Baker, “The Menace of an Unchecked Housing Bubble,” Economists’ Voice, vol 3, no. 4 (2006), article 1: “The Run-Up in Home Prices: Is It Real or Is It Another Bubble?” CEPR, August 2002, and The Housing Bubble and the Financial Crisis Real-World Economics Review, no. 46, March 20, 2008.
17. Others who warned about the economic crisis were Gary Shilling (“End of the Bubble Bailouts,” Forbes, August 29, 2006), an economic consultant and Forbes columnist, and George Magnus (“What This Minsky Moment Means,” FT, August 22, 2007), senior economic advisor to UBS.
18. Many who questioned the sustainability of the price rise noted that when increa in demand bring about a rise in the price of real estate, the consequent increase in pply dampens and reverses price increases. Only factors that are fixed in supply uch as scarce land, will experience a sustained increase in prices if demand perma nently rises. Since land costs for residential real estate are only about 20 percent of the total price of a home, land prices would have to rise fivefold in order for the price of a home to double in value.

19. This was just published three months shy of his untimely death at age 68.
20. Testimony of Dr. Alan Greenspan before the Committee of Government Oversight and Reform, October 23, 2008, p. 2.
21. Some blame Greenspan's naïve belief in the market and the efficient market hypothesis (EMH) for his silence. But if Greenspan always thought market prices were right, he would have never made his "irrational exuberance" speech in December 1996. Furthermore EMH does not say that prices are "always right", in fact, they are most always wrong based on all future information that becomes available. The EMH does imply, because of the interaction of informed traders, that market prices are not "obviously" wrong in a way that makes it easy for the average investor to profit. As noted above, there was widespread disagreement, even among experts, about whether there was a paradigm shift in the housing market that justified higher prices.
22. John G. Taylor, professor at Stanford and author of Getting off Track: How Government Actions and Invention Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis, blamed Greenspan's Fed for keeping interest rates too low too long. Other who blamed the Fed for causing the housing crisis included Gerald O'Driscoll, Jr., of the Cato Institute, David Malpass, president of Encima Global, and Representative Ron Paul of Texas, a steadfast critic of the Fed.
23. BBC news sourcing Federal Reserve, Bank of England, and SIFMA, news.bbc.co.uk /2/hi/business/7073131.stm.
24. These funds carried fancy names such as High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund.
25. Bear Stearns and Citibank tried to insulate themselves by issuing funds and special investment vehicles that were off-balance-sheet items. As defaults mounted, investors complained that they were not fully apprised of the risks of these securi-ties, and the firms' legal counsel recommended that they take back many of these mortgages onto their own balance sheets.
26. When federal government debt is not explicitly backed by the central bank, it is no longer assumed "riskless," as was illustrated in the Eurozone crisis of 2011-2012.
27. The new facility was called the Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility.
28. Non-interest-bearing accounts (demand deposits) were used by business to process wage and other payments. Their security was deemed of paramount importance by the Fed in order to keep the payments systems functioning.
29. In 1996 the ratio of the ratio, was set at 1.25 percent, but by September 2008 it fell below 1.0 percent.

30. Bernanke earned his doctorate oight years after I received mine in the same specialty from the Department of Economies. Although the economics department at MIT. was known to have a "Keynesian" orientation, monetarist thought and, in particu lar, monetary history were well covered.
31. Reported on November 8, 2002. Chapter 14 gives a more extensive description of monetary policy.
32. 12 USC 343. As added by act of July 21, 1932 (47 Stat. 715); and amended by acts of Aug. 23, 1935 (49 Stat. 714) and Dec. 19, 1991 (105 Stat. 2386).
33. See hapter 8 in Henry M. Paulson, Jr, On the Brink, New York: Hachette Book k, New York: Group, 2010 York: Penguin Group, 2010, pp. 262-263.
34. See Peter Chapman, The Last of the Imperious Rich: Lehman Brothers 1844-2008, Nevw.
35. Bernanke, a Republican, did not relish bailing out these financial firms. At a town hall meeting in Kansas City in July 2009, he stated, "I was not going to be the Federal Reserve Chairman who presided over the second Great Depression. I had to hold my nose... I'm as disgusted as you are lwhen I had to bail out these financial companies)" Reported by the Associated Press, Monday July 27, 2009, "Bernanke Had to Hold My Nose' over Bailouts".
36. Allan Meltzer, What Happened to the 'Depression'?r Wall Street Journal August 31, 2009.

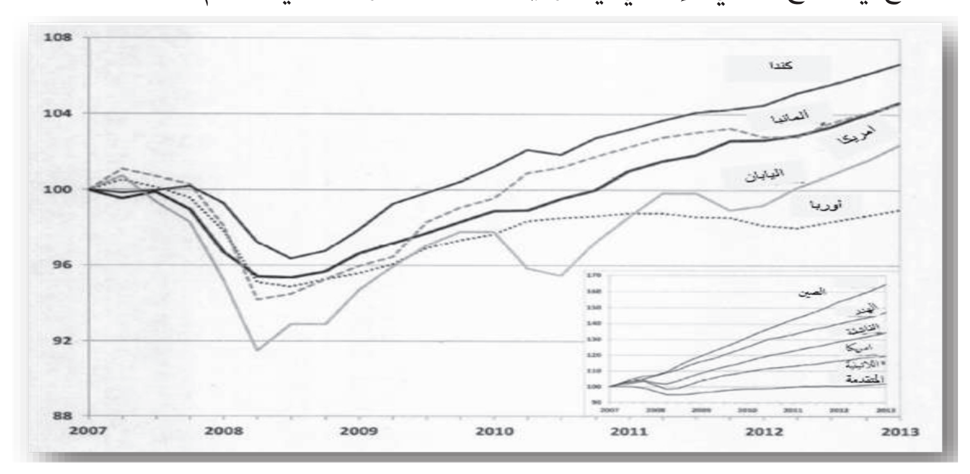
٨٠

الفصل الثالث

الأسواق، والاقتصاد، والسياسة الحكومية في أعقاب الأزمة

إن صدمة الائتمان تسببت في انخفاض حاد في أسعار العقارات، وأثرت على أسواق الأسهم وأحدثت الركود الأعمق في اقتصادات العالم المتقدم الذي لم يحدث منذ الحرب العالمية الثانية. في الولايات المتحدة الأمريكية، تراجع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ٤,٣٪ منذ الربع الرابع في ٢٠٠٧م، واستمر التراجع حتى الربع الثاني من عام ٢٠٠٩م، متجاوزاً الرقم القياسي المسجل وهو ٣,١٪ أثناء فترة الركود ما بين عامي ١٩٧٣م - ١٩٧٥م بهامش كبير. إن فترة الركود التي استمرت لحوالي ١٨ شهراً خلال الفترة من ديسمبر ٢٠٠٧م إلى يونيو ٢٠٠٩م، هي الأطول منذ فترة ٤٣ شهراً، وهي فترة الركود العظيم الذي حدث في بداية ثلاثينيات القرن العشرين، حيث بلغت نسبة البطالة ١٠٪ في أكتوبر ٢٠٠٩م. بالرغم من أن ذلك يقل بنسبة ٠,٨٪ عن الرقم القياسي المسجل ما بعد الحرب، والذي يبلغ ١٠,٨٪ في نوفمبر ١٩٨٢م، فقد ظلت نسبة البطالة أكثر من ٨٪ لثلاث سنوات بالضعف من معدل فترة الركود الممتدة من ١٩٨١م - ١٩٨٢م.

بينما يوضح الشكل (٣-١) أن الأزمة قد بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية، فإن التراجع في الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة هو الأقل في معظم الدول المتقدمة.



الشكل (٣-١) المقارنات الدولية للناتج المحلي خلال الأزمة المالية والكساد العظيم (100 = 2007 Q4)

لقد تراجع الإنتاج في اليابان بنسـبة ٩,١٤٪، وفي منطقة السـوق الأوروبية بنسبة ٥,٥٪، وفي ألمانيـا بنسـبة ٦,٨٪ وهـي أكبر اقتصاد في أوروبـا، وفي كندا والتـي لم تدخل مصارفها في المضاربـات العقاريـة كما هو الحال في الولايات المتحدة، فقد شـهدت تراجعاً طفيفاً في اقتصادها.

يظهر الشكل (٣-١) أن الاقتصادات الناشئة قد قاومت الصدمة الاقتصادية بشكل أفضل مـن الاقتصـادات المتقدمة. فإن نمو الناتـج المحلي الإجمالي الحقيقي قـد تباطأ، ولكنه لم يشـهد تراجعاً سريعاً في الدول ذات النمو السريع، مثل: الصين والهند. في الدول الناشـئة بشـكل عام، شـهد الناتج المحلي الإجمالي تراجعاً بنسبة ٣٪ فقط. وبحلول الربع الثاني من عام ٢٠٠٩م، تجاوز الإنتاج النسـبة الأعلى السابقة. وعلى النقيض من ذلك، فقد استعادت الولايـات المتحدة الخسـائر من الإنتاج بنهايـة عام ٢٠١١م، في حين وصلـت اليابان ذروة الإنتاج بنهاية عام ٢٠١٣م، وظلت الدول الأوروبية أقل من الذروة.

تجنب الانكماش:

بالرغم من قساوة الكساد العظيم، فإن عمقه لا يقارن بالتراجع في الأنشطة الاقتصادية الذي حدث خلال الكساد العظيم في ثلاثينيات القرن العشرين. لقد انخفض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي إلى ٢٦,٣٪ بين عامي ١٩٢٩م - ١٩٣٣م أكثر من خمسـة أضعاف التراجع أثناء الكسـاد العظيم، وتراوحت نسـبة البطالة ما بين ٢٥ - ٣٠٪. ويعود السبب في الفرق بين الكسـاد العظيم في عامي ١٩٢٩م - ١٩٣٣م، والكسـاد في الفـترة ٢٠٠٧م - ٢٠٠٩م إلى سلوك مستوى التسعير[١،٢]. تراجعت أسعار المستهلك بما يعادل ٢٧٪ خلال الفترة من سبتمبر ١٩٢٩م حتى مارس ١٩٣٣م، في حين بلغ أقصى تراجع في الأسـعار القياسية للمستهلك خلال الكساد العظيم الأخير ٣,٥٪[٣] بنهاية مارس ٢٠١٠م. تجاوز الرقم القياسي للمستهلك (C.P.I) مستوى ما قبل الذروة، في حين استغرق الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك ١٤ عاماً للتعافي من آثار الركود التي أعقبت الكساد العظيم في عام ١٩٢٩م.

لقد أثر الانكماش في دورة الأعمال، حيث إن انخفاض الأجور والأسعار قد أدى إلى زيادة أعباء الديون، والتي أدت إلى ارتفاع قيمة العقارات[٤].

لقد عانى المستهلكون مسبقاً من مستويات أعباء الديون المسجلة في عام ٢٠٠٩م، أي قبل الأزمة المالية. هل انخفضت الأجور والأسعار بالنسب التي حدثت أثناء الكساد العظيم؟ إن أعباء المستهلكين وديون الرهن العقاري قد زادت بأكثر من الثلث، مما أدى إلى زيادة كبيرة في أعداد التصنيفات، وهذا هو السبب وراء إعطاء مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأفضلية لاستقرار مستوى الأسعار، وكذلك السبب الرئيسي لانخفاض مستويات الإنفاق على الأعمال وإنفاق المستهلكين في عام ٢٠٠٧م - ٢٠٠٩م، مقارنةً بما حدث خلال الركود في ثلاثينيات القرن العشرين[٥].

لقد كان مجلس الاحتياطي الفيدرالي قادراً على تجنب الانكماش، من خلال تثبيت عرض النقود. أثناء الركود العظيم، يقاس عرض النقود كإجمالي الطلب وإيداعات الادخار (M2)، وقد انخفض بنسبة ٢٩٪ في الفترة ما بين أغسطس ١٩٢٩م ومارس ١٩٣٣م[٦]. وعلى النقيض من ذلك، لقد ارتفع عرض النقود خلال الأزمة المالية ٢٠٠٨م، حيث قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بتغذية الاحتياطي بما يزيد عن واحد تريليون دولار. أدى هذا الإجراء إلى توفير احتياطي كافٍ. لذلك، أصبحت المصارف غير مجبرة لاستعادة القروض، وهذا عكس ما حدث في الثلاثينيات من القرن الماضي، حيث أجبرت على استعادة القروض، بالرغم من أنه يحق للمرء أن يتساءل عما إذا كانت الحُقنات الأخيرة للاحتياطي تدعم الاقتصاد مثلاً. هناك قليل من الشك في أن مبادرات توفير السيولة تصبح محرجة من أجل استقرار الأسواق المالية، وتحمي الأسواق من التدهور الذي يؤدي إلى نتائج كارثية.

ردة فعل الأسواق المالية تجاه الأزمة المالية:

الأسهم:

بالرغم من الإجراء الذي اتخذه مجلس الاحتياطي الفيدرالي بتحديث تفاعلات الاقتصاد، فإن إرباك الائتمان الذي أعقب إفلاس ليمان قد ألقى بظلاله على حقوق الملكية في الأسواق المالية، والتي عانت من أسوأ انخفاض خلال ال ٧٥ سنة الماضية، وفي الأسابيع التسعة التي أعقبت ١٥ سبتمبر. فإن مؤشر S & P 500 قد هبط بحوالي ٤٠٪، وبلغ حده الأدنى ٧٤٠ نقطة في ٢١ نوفمبر. بالطبع، فإن هذه المقارنة المرجعية تعمقت لتصل إلى ١٢ سنة،

حيث بلغ الحد الأدنى ٦٧٦ نقطة في ٩ مارس ٢٠٠٩م، أي ما يقارب ٥٧٪ أقل من إغلاق الذروة الــذي حدث قبل ســنة ونصف. بالرغم من أن الانخفاض في مــؤشرات المقارنة المرجعية قد تجاوز الرقم القياسي المسجل بعد الحرب الذي كان ٤٨٪، والذي حدث في الفترة الأخيرة ما بين ينايــر ١٩٧٣م وأكتوبــر ١٩٧٤م، وهذا لا يقترب من الانخفاض الذي حدث في الركود العظيم، عندما هبطت الأسهم بأكثر من ٨٧٪ [٧]، في أعلى معدل لها في أكتوبر ٢٠٠٧م إلى مارس ٢٠٠٩م، فقد انخفضت أسواق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية وخسرت ١١ تريليون دولار، وهو ما يعادل أكثر من ٧٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية.

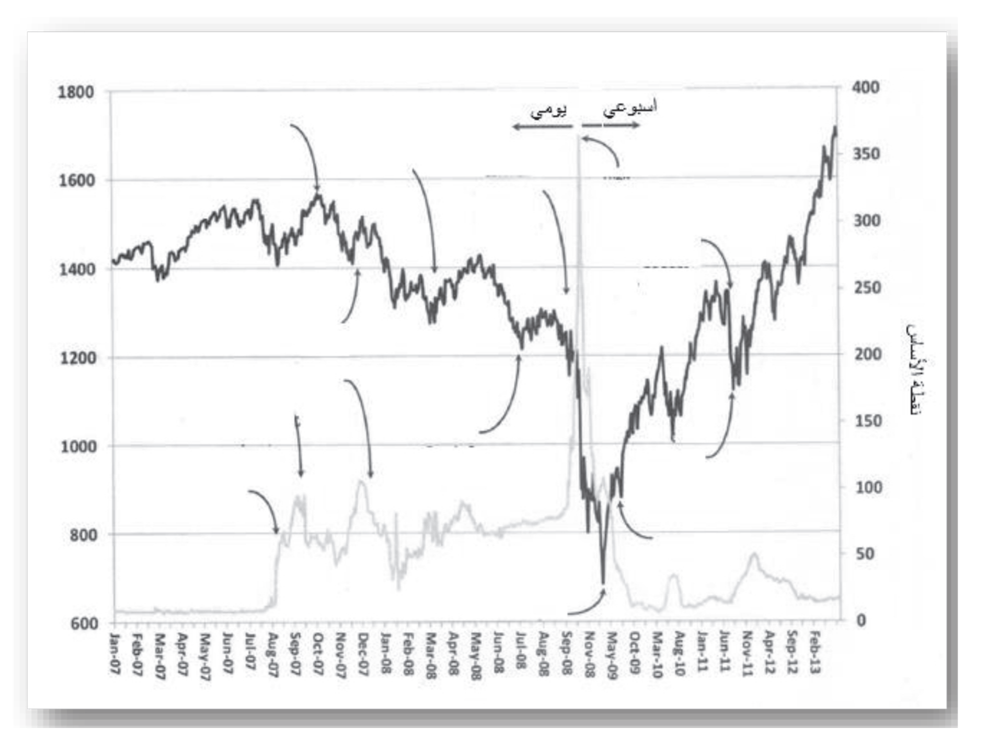
إن التقلبات في أســعار الأســهم قد ارتفعت بشكل حاد، كما يحدث ذلك دائماً في أسواق المضاربــة المتدهــورة. إن مقياس التقلبــات ١٤ (الرابع عشر) والذي يقيــس بناء عمليات التقســيط، يستدعي أسواق الأسهم (بمعنى أنه يقيس تكلفة محافظ الأسهم المؤمن عليها). ابتــداءً من١٠ مارس ٢٠٠٧م قبــل بداية الأزمة، هبط المؤشر بحــوالي ٩٠ نقطة بعد إعلان إفلاس ليمان مباشرة، وهذا المستوى يتجاوز أي مستوى بعد الحرب العالمية الثانية، باستثناء الفترة التي أعقبت ١٠أكتوبر ١٩٨٧م، أي انهيار سوق الأسهم[٨].

المقيــاس الثــاني للتقلبات هو عدد الأيام التي يرتفع فيها الســوق أو يهبط بنســبة ٥٪ أو أكثر، وقد ارتفع السوق إلى مستوى حاد لم يبلغها منذ بداية الثلاثينيات في القرن الماضي. لقد انخفض مؤشر داو الصناعي في الفترة ما بعد إفلاس ليمان في ١٥ ســبتمبر وأول ديسمبر لمدة تســعة أيام متوالية بنســبة ٥٪ على الأقل، وارتفع لمدة ســتة أيام متوالية بنســبة ٥٪ أو أكثر، باســتثناء حقبة الثلاثينيات، والتي ســجل فيها الرقم القياسي لمدة ٧٨ يوماً متوالية، والتــي بلغــت فيها التغيرات أكــثر من ٥٪. إن مدة الخمســة عشر يومــاً للتغيرات والتي بلغت ٥٪ أو أكثر تتجاوز مجموع الأيام لأي فترة خلال أي عقد منذ ١٨٩٠م[٩].

كان لهبوط أســواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية أصداء في الخارج وفي كل أنحاء العالم. لقد ضاع ما يقارب ٣٣ تريليون دولار من ثروة أسواق الأسهم، وهو ما يوازي نصف الناتــج المحلي الإجمالي العالمــي[١٠]. لقد انخفض مؤشر مورجان ســتانلى EAFE INDEX لقياس الأســواق غــير الأمريكية، بما يوازي الانخفاض في الأســواق الأمريكيــة عند معايرته بالعمــلات المحلية للبلدان، ولكن لأن الــدولار ظل مدعوماً أثناء تلك الفترة، فإن الانخفاض

يعتــبر أقل من ذلك بالعملات المحلية في كل الأســواق الناهضة عــدا اليوان الصيني؛ وذلك بسبب تآكلها أمام الدولار[١١].

يعتبر الانخفاض في أســواق الأســهم الناهضة مطابقاً للانخفاض الذي حدث إبان الأزمة المالية الآســيوية خلال الفترة من ١٩٩٧م - ١٩٩٨م، ولكن مؤشر الأســواق الناهضة في عام ٢٠٠٩م ظل أعلى من المســتويات الدنيا التي حدثت في عام ٢٠٠٢م في تلك الأســواق، وهذا يناقض ما حدث في الولايات المتحدة وأســواق الدول المتقدمة، بالنســبة للمستويات الدنيا للأسواق الهابطة في عام ٢٠٠٢م.



الشكل (٣-٢) مؤشر تمويل P & S 500 وسوق الليبور تنتشر عبر الأزمة المالية، في الفترة من يناير ٢٠٠٧م حتى يونيو ٢٠١٣م

إن حقــوق الملكيــة في بعــض القطاعــات المعنيــة ظلــت محافظة في المراحــل الأولى لهبــوط الأســواق، في حين جمدت أســواق الائتــمان. وتعتــبر حالة الاســتثمار الحقيقي

في العقارات (REITs) ممثلة لتلك الحالة، وقد تحول المستثمرون في البداية إلى أسهم تلك الشركات عندما انخفضت الفواتير، وظلت (REITs) في سباق مع الزمن في الأسبوع الذي أعقب سقوط ليمان. وعندما خاف المستثمرون من أن يقوم المقرضون بسحب خطوط الائتمان، فقدت (REITs) في المتوسط حوالي ثلثي قيمتها في العشرة أسابيع التالية، وبلغت نسبة الانخفاض ٧٥٪ في الوقت الذي انتهت فيه الأسواق الهابطة في مارس ٢٠٠٩م. لقد واجهت (REITs) التي تم تمويلها من القروض قصيرة الأجل خلال فترة الطفرة؛ وذلك بهدف الحصول على منافع لصالح المستثمرين، ضربةً قوية بسبب الهبوط المفاجئ للأسواق[١٢].

لقد انخفض مؤشر القطاع المالي S & P 500 بنسبة ٨٤٪ في مارس ٢٠٠٩م، عما وصل إليه إبان الذروة في مايو ٢٠٠٧م، وأدى هذا إلى تلاشي حوالي ٢,٥ تريليون من الثروة، وقد تجاوزت نسبة الهبوط ٨٢,٢٪ في مؤشر S & P 500 في القطاع التقني، والذي حدثت خلال الفترة من ٢٠٠٠م - ٢٠٠٢م. ولكن حيث إن القطاع التقني كان مُقيّماً بأكثر من ثلاثة أضعاف قيمته إبان الطفرة، مقارنةً بالقطاع المالي، فإن قيمة الثروة الضائعة جراء انهيار القطاع التقني قد زادت عن ٤ تريليون دولار[١٣]. ومع ذلك، وفي حين ابتلع الانهيار المكاسب المحققة في أسواق المال خلال الخمس سنوات الماضية، فإن الأزمة المالية قد ابتلعت المكاسب المحققة في أسواق المال خلال الـ ١٧ سنة الماضية، دافعةً بالأسعار نحو الأسفل إلى مستويات عام ١٩٩٢م.

لقد انخفضت ثروة العديد من المنشآت المالية بما يزيد في المتوسط عن ٨٤٪ من القطاع، وانحدرت من الذروة إلى القاع، مثل: بنك أوف أمريكا الذي خسر ٩٤,٥٪ من القيمة الأونصة لثروته، وخسر سيتي بنك ٩٨,٣٪، وخسرت A. I. G للتأمين ٩٩,٥٪[١٤]، ومالِكو شركة ليمان بروذرز Lehman Brothers وواشنطون ماتشوال Washington Mutual، وعددٌ كبير من المنشآت المالية الصغيرة خسروا كل ما يملكون، في حين ظل مالِكو أسهم شركات فانى ماى وفريدى ماك الشركات العملاقة، والتي تحظى بالرعاية من قِبل الحكومة، والتي طرحت للجمهور في الثمانينيات، يتعلقون بآمال فضية في استعادة بعض رؤوس أموالهم. وفي الوقت نفسه، انهارت العديد من البنوك العالمية، وانحدرت من القمة للقاع تماماً مثل ما حدث في بنوك الولايات المتحدة. لقد انهار بنك باركليز وبلغت النسبة ٩٣٪، PN بارىباس ٧٩٪،

وHSBC ٧٥٪ وUBS ٨٨٪، وذا رويال بنك أوف سـكوتلاند، الذي احتاج إلى قرض من بنك إنجلترا المركزي من أجل البقاء في السوق. بالرغم من ذلك، بلغت نسبة الانخفاض ٩٩٪.

لقد تجاوزت نسـبة الانخفاض في مؤشر S & P 500 في العائدات التشـغيلية للمنشآت ٥٧٪ من قيمة ٩١,٤٧ دولاراً للسهم الواحد، في خلال الاثني عشر شهراً المنتهية في ٣٠ يونيو ١٩٩٧م، وانخفض إلى ٣٩,٦١ دولاراً في الاثني عشر شهراً المنتهية في ٣٠ يونيو ٢٠٠٩م، ولكن الانخفـاض في العائدات أكثر من ذلك بكثير. وكنتيجة من السـجلات، فقد بلغت خسـائر السهم ٢٣,٢٥ دولاراً حسب مؤشر S & P 500 في الربع الرابع من عام ٢٠٠٨م، وانخفضت العائدات حسـب نفس المؤشر S & P 500 خلال الاثني عشر شـهراً من ٨٤,٩٢ دولاراً، وفي عـام ١٩٩٧م إلى ٦,٨٦ دولاراً خـلال الاثني عشر شـهراً المنتهية في ٣١مـارس ٢٠٠٩م. هذا الانخفاض الذي بلغت نسبته ٩٠٪ للعائدات، قد تجاوز الانخفاض في العائدات الذي حدث خلال الركود العظيم خلال الفترة من ١٩٢٩م إلى ١٩٣٢م والذي بلغت نسبته ٨٣٪[١٦].

إن التخفيضـات الضخمـة من قِبل المنشـآت المالية هي السـبب الرئيسي في انخفاض العائدات حسـب مؤشر S & P 500 في عام ٢٠٠٨م. عند احتساب العائدات حسب مؤشر S & P 500 وهي سياسة ستاندرد آند بورس، لجمع كل الأرباح والخسائر لكل دولار في كل منشأة، ومقارنة العائدات التراكمية مع القيمة التراكمية لمحافظ مؤشر S & P 500 من أجل احتسـاب معدلات الأرباح / العائدات للمؤشر. إن خسـائر A. I. G التي بلغت ٦١ بليون دولار في الربع الرابع من عام ٢٠٠٨م، والتي كان لها تأثير على وزن المؤشر بما يقل عن ٠,٢٪، أكبر من أثر تلاشي الأرباح الكلية لحوالي ٣٠ منشأة رابحة بموجب المؤشر S & P 500، والذي يكـون حوالي نصف قيمة المؤشر. إن طريقة مؤشرات S & P 500 في احتسـاب العائدات لـكل دولار تـؤدي إلى تقليل العائـدات، وبالتالي تؤدي إلى رفع نسـب الأرباح / العائدات للمؤشر خلال فترة الركود. عندما تحقق قلة من المنشـآت خسائر كبيرة[١٧]، في الحقيقة بعد خصم ضرائب الأرباح التراكمية للمنشـأة من الدخل القومي ومن حسـابات الإنتاج، فإنها تنخفض بنسـبة ٢٤٪ خلال ١٢ شـهراً للمدة المنتهية في ٣٠ يونيو ٢٠٠٧م، مقارنةً بالسـنة المنتهية في ٣١ مارس ٢٠٠٩م.

العقــارات:

لقد لاحظتُ أن بناء العقارات والأصول العقارية المرتبطة بمحافظ العقارات تؤثر بشكل كبير في المنشــآت المالية، وهي الســبب الرئيسي لحدوث الأزمــة المالية. لقد أصدر مجلس الاحتياطــي الفيدرالي تقريره الربعي للتدفق النقــدي، والذي يمثل الفترة الممتدة من الربع الثالث لعام ٢٠٠٧م، وحتى الربع الأول لعام ٢٠٠٩م، وذكر فيه أن قيمة العقارات السكنية قد انخفضت من ٢٤,٢ تريليون دولار إلى ١٧,٦ تريليون دولار، بنسبة انخفاض بلغت ٢٧٪. انخفض مؤشر أســعار العقارات الســكنية بحوالي ٢٦٪ عند معايرته بمؤشر كيس - شيلر في حــوالي ٢٠ منطقة مأهولة في المدن [١٨]، وانخفضت قيمة العقارات التجارية بنســبة ٤١٪ في أكتوبر ٢٠٠٧م حتى نوفمبر ٢٠٠٩م[١٩].

للتذبذبــات في أســعار العقــارات تأثير جوهــري في الاقتصــاد. لقد تــم تقدير إنفاق المســتهلكين بين ٢٥٪ - ٣٠٪ من القروض العائلية، خلال الطفرة في أســواق العقار من عام ٢٠٠٢م - ٢٠٠٦م[٢٠]، وتمثــل هذه القــروض ٢,٨٪ من الناتج المحلي الإجمالي. ويتأثر الإنفاق بارتفاع قيمة المســاكن، والتي تســاهم بحوالي ٠,٧٥٪ أو حوالي ربع معدل النمو السنوي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال تلك الفترة. بعد ٢٠٠٨م، خفّض الانهيار في أســعار العقار من الاستهلاك، وقد ساهم بشكل جوهري في التعافي البطيء من آثار الركود العظيم.

أسواق سندات الخزينة:

بعــد إفلاس ليمان، فإن الإسراع نحو الأمان دفع بعائدات ســندات الخزينة نحو الصفر، وربمــا أقل. في ٤ ديســمبر ٢٠٠٨م، فإن الســند لمدة ٩٠ يوماً قد انخفــض إلى أقل من ١,٦ نقطة[٢١]. إن الطلب الكبير على ضمانات الخزينة إلى مدد أكبر، حيث انخفض ســند الخزانة لمدة عشر سنوات إلى حوالي ٢٪ في نهاية عام ٢٠٠٨م. استمر الانخفاض في عائدات سندات الخزانة لمدة أربع سنوات أخرى بالنسبة للسندات لمدة ١٠ سنوات، وبلغ الانخفاض ١,٣٩٪ في يوليو ٢٠١٢م.

في خلال الأزمة المالية، قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي ليس بضخ الســيولة في الأســواق فحسب، بل قام بجانب ذلك بتخفيض معدلات الفائدة على مخصصات المجلس، وقد خفض

المجلس معدلات المخصصات المســتهدفة من ٢٪ إلى ١,٥٪ في اجتماعه الطارئ في ٢٣ أكتوبر ٢٠٠٨م، وخفضها مرة أخرى إلى ١٪ في اجتماعه العادي في نوفمبر ٢٠٠٨م. وفي ١٦ ديســمبر ٢٠٠٨م، وعند تطور الأوضاع إلى الأســوأ، قامت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوح (Federal Open Market Committee) بتخفيــض معدل تمويلات المجلس إلى ما بين صفر - ٠,٢٥٪. وفي نهاية عام ٢٠١٣م، بقيت معدلات تمويلات المجلس على نفس المســتويات، وهي الفترة الأطول منذ الحرب العالمية الثانية التي بقيت فيها المعدلات دون تغيير.

بالرغم من أن الضمانات التي يأخذها مجلس الاحتياطي الفيدرالي على إيداعات البنوك وأموال ســوق المال، قد أوقفت التوتر في توفر السيولة، لم يستطع المجلس أن يمنع موجات الصدمات التي توالت على أسواق الائتمان، في حين انخفضت المعدلات على سندات الخزينة طويلــة الأجل بشــكل منتظــم. فقد ارتفعت معــدلات الفوائد على الديــون التي لا تتبع للخزينة. إن التوســع في الاستثمار في أقل درجات الاستثمار في سندات المؤسسات وسندات الخزينة لمدة عشر ســنوات، قد وصلت إلى ٦,١٪ في نوفمبر ٢٠٠٨م، وهي الأعلى منذ الرقم القياسي المســجل ٨,٩١٪ في مايو عام ١٩٣٢م، والذي وصل إلى أدنى المعدلات خلال الكســاد العظيم. إن التوسع بين المعدل الأدنى ٣٠ سنة، قد صنف السندات الصناعية في الدرجة B، وتوسعت سندات الخزينة من ٤٪ إلى حوالي ٨٪ بعد عملية إنقاذ بيرستيرنس، وسجلت رقماً قياسياً بلغ ١٥,١٪ في الأسبوع الأول من يناير٢٠٠٩م.

سوق اللايبور LIBOR MARKET:

تعريف مؤشر اللايبور: هو سعر الفائدة السائد بين المصارف في لندن.

(LONDON INTER BANK OFFERED RATE).

من المشــاهدات المنتشرة في أســواق المال المعدلات المعتمدة لــدى مجلس الاحتياطي الفيدرالي، وتمويلات مجلس الاحتياطي الفيدرالي (وهو السوق الذي يسهل عمليات الاقتراض وتســليف الاحتياطات بين البنوك الأمريكية)، وكذلك التعاملات بين البنوك ومعدلات فوائد القروض خارج الولايات المتحدة الأمريكية، ويســمى ســعر الفائدة السائد بين المصارف في لندن ويعرف اختصاراً «LIBOR».

هناك مئات التريليونات من الدولارات في شكل قروض، وأدوات مالية حول العالم تعتمد في حركتها على نظام ليبور، وتشمل ما يقارب نصف الرهونات العقارية القابلة للتسوية. إن تاريخ ليبور يعود إلى حقبة الستينيات من القرن العشرين، عندما نما الإقراض في سوق الدولار فيما وراء البحار بشـكل كبير، وبعدها وضعت حكومة الولايات المتحدة قيوداً على انتشـار الـدولار، في محاولة لعكس أرصدة الدفع لمعالجة العجز، وكذلك لتقليل تسرب أرصدتها من الذهب. لقد احتسـبت فوائد اللايبور على ١٥ ضعف المدة من يوم واحد إلى سـنة واحدة، وحوالي ١٠ عملات مختلفة. ويعتبر ليبور الدولار هو الأهم ضمن تلك العملات.

بالرجوع إلى الشـكل (٣-٢) قبـل الأزمة المالية، ظل اللايبور قريبـاً جداً من التمويلات الفيدرالية المستهدفة (غالباً في إطار ١٠ نقاط قاعدية). حدثت أول حزمة من المشكلات في القطاع المصرفي في أغسـطس ٢٠٠٧م، عندما قفزت أسعار الفائدة على تحويلات الاحتياطي الفيدرالي إلى ٥٠ نقطة قاعدية، استجابةً لإعلان BNP PARIBAS لإيقاف معالجة القروض، وكذلك مشـكلة نورثـرن روك NORTHERN ROCK في المملكـة المتحدة. أثناء الاثني عشر شـهراً التالية، وعندما نمت أزمة الرهونات ذات السـقف الائتـماني المنخفض، بقيت معدلات الفوائد على قروض اللايبور ما بين ٥٠ - ١٠٠ نقطة قاعدية، ولكن مشكلة اللايبور تفاقمت بعد إعلان إفلاس ليمان، وفي ١٠ أكتوبر بلغ الفرق بين معدل فوائد اللايبور ومعدل فوائد مجلس الاحتياطي الفيدرالي معدلات غير مسبوقة ٣٦٤ نقطة قاعدية.

كان إحباطاً غير طبيعي لصناع السياسات، حيث إن معدلات الفوائد والتي تعتمد عليها الكثير من القروض قد ارتفعت. وفي الوقت نفسه، انخفضت معدلات فوائد قروض مجلس الاحتياطي الفيدرالي بشـكل مريع. بعدها، قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بإغراق النظام المالي بالاحتياطيات المالية. اتجهت فوائد اللايبور إلى الأسـفل، لكن لم تنخفض إلى أقل من ١٠٠ نقطـة قاعدية، حتى بداية السـوق المالي في التعافي من عثرتـه في مارس ٢٠٠٩م، قبل ثلاثة أشـهر من نشر بحث ناشـيونال بيرو أوف ايكونميك NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH، المسمى: «لقد انتهى الركود».

بالرغـم مـن أهمية اللايبور في اعتماد معـدلات فوائد القروض، لم يكـن اللايبور يقوم بالمعامـلات الفعلية، ولكـن البنك أو المصرف يحدد تكلفة قروضه غـير المعززة بضمانات،

وحتى وإن لم يقترض أي مبالغ مالية. بعد أزمة ليمان، دب الخوف في المصارف من عمليات التصفية. وبالتالي، تم تجميد سـوق القروض بين المصـارف. ولكن المصارف ظلت ملتزمة بتقديم معـدلات فوائد اللايبور إلى الجمعية البريطانية للمصارف BRITSH BANKERS ASSOCIATION. بالرغـم من بسـاطة المعلومـات التي بحوزتهم والتـي بُنيت عليها المعلومات المقدمة، قام السيد مارفين لنج Mervyn King محافظ بنك انجلترا بتنوير برلمان المملكة المتحدة في نوفمبر ٢٠٠٨م، وقال: «معدل فائدة اللايبور في حالات كثيرة هو معدل الفوائد التي لا تقوم المصارف بالاقتراض فيما بينها على أساسها[٢٢]».

تشْكُ بقوة كثيرٌ من الوكالات التنظيمية في البلدين، الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، في أن عدداً من البنوك تقدم تقارير غير حقيقية عن تكلفة الإقراض لديها؛ لتجنب إعطاء إشارات للسوق بأن المقرضين يخافون من التصفية. ومع ذلك، فإن الحكومة البريطانية لم تعلـن عن تغريمها لبنك باركليز مبلغ ٤٥٣ مليـون دولار؛ لتقديمه معلومات خاطئة عن أسـعار فوائد في التعاملات بين المصارف، وكذلك الإشارة إلى أن هناك بعض المصارف قدمت أسـعار فوائد خاطئة[٢٣] إلا في يوليو ٢٠١٢م. وإن الصرخـة التي بلغت العالم خارج المملكة المتحدة عن الفضيحة، جعلت الأصوات ترتفع بالمطالبة بإصلاح سوق التريليونات المتعددة من الدولارات، وهذا جهد يتطلب إعادة هيكلة كاملة للطريقة التي تحتسب فيها معدلات الفواتير في هذا السوق المرجعي، أو الانتقال إلى أدواتٍ بديلة.

أسواق البضائع:

أثنـاء المراحل الأولى من أزمة الرهونـات العقارية ذات التصنيـف الائتماني المنخفض، ارتفعت أسـعار البضائع بشكل سريع واسـتمرت الاقتصادات في النمو القوي. ارتفع سعر البترول (غرب تكسـاس المتوسـط) حتى ٤٠ دولاراً للبرميل في يناير ٢٠٠٧م، وتوالى الارتفاع حتـى وصل ١٤٧,٢٧ دولاراً في يوليو ٢٠٠٨م، وارتفع مؤشر جمعية أبحاث البضائع (CRB) حتـى بلغ ارتفاعـه ٦٠٪. ولكن بعد أزمة ليمان، أثر التراجع في الاقتصاد بشـكل مباشر في أسـعار البضائع، ودفع بها إلى الأسـفل بشكل سريع. انخفض سـعر البترول إلى ٣٢ دولاراً للبرميل في ديسمبر، وهبط مؤشر CRB بحوالي ٥٨٪ إلى أدنى مستوى له منذ عام ٢٠٠٢م.

من الواضح أن انخفاض أسعار البضائع مقاساً بمؤشر CRB، يشبه إلى حد كبير الانخفاض في عالم ســوق الأسهم. المستثمرون الذين يعتقدون أن البضائع تزودهم بمؤشرات تجعلهم يتفادون الانخفاض المريع في ســوق الأســهم كانوا على خطأ، كما ســنوضح ذلك فيما بعد في هذا الفصل. لا يوجد أصلٌ عدا ســندات الخزينــة الأمريكية طويلة الأجل، حيث يعمل كمؤشر لتفادي الانخفــاض المفاجئ والمريع في قيم الأصول التي حدثت أثناء الأزمة المالية. حتى الذهب والذي بلغت ذروته سقف ١,٠٠٠ دولار للأونصة في يوليو ٢٠٠٨م، قد انخفض إلى أقل من ٧٠٠ دولار للأونصة بعد إفلاس ليمان.

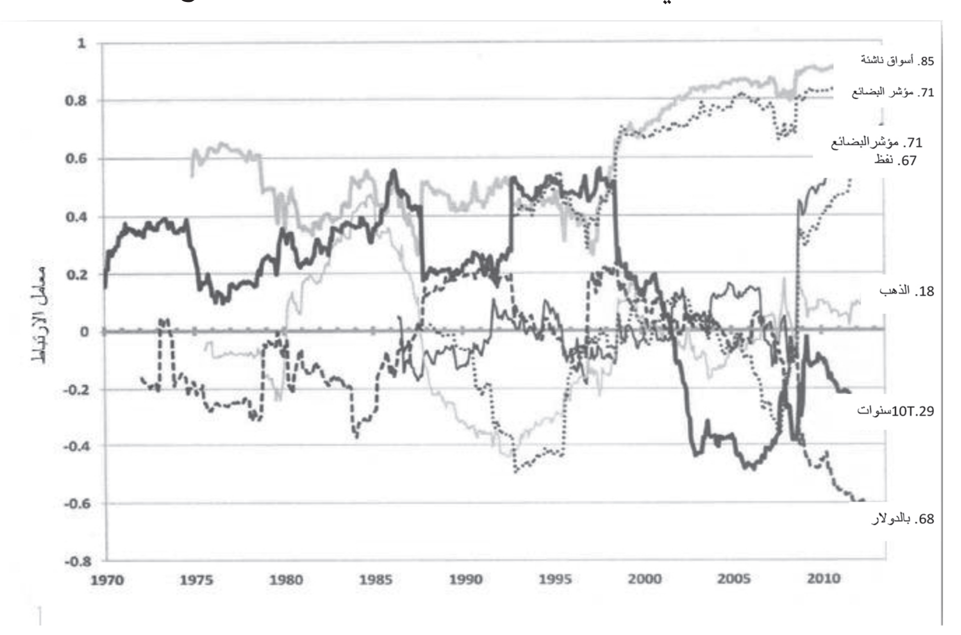
أسواق العملات الأجنبية:

بعد الوصول إلى أعلى مستوى منذ ١٥ عاماً في صيف ٢٠٠١م، انخفض الدولار بشكل منتظم مقابل عملات الدول المتقدمة، واستمر في الانخفاض في المراحل الأولى من الأزمة المالية العالمية. في مرحلة دمج بيرســتيرنس في جي. بي مورجان، وصل الدولار إلى أدنى مســتوياته في ١٧ مارس ٢٠٠٨م، وبانخفاض يعادل ٢٣٪ أقل من أعلى مســتوى له قبل الأزمة في نوفمبر ٢٠٠٥م، و٤١٪ أقل من أعلى مستوى بلغه خلال ٢٥ سنة الأخيرة في عام ٢٠٠١م. ولكن بالرغم من تفاقم الأزمة المالية، اســتطاع الدولار أن يســتعيد عافيته، ورجع المســتثمرون في النقد الأجنبي إلى ضمانات الــدولار مرة أخرى، وتســبب هذا في ارتفاع بلــغ ٢٦٪ مقابل عملات البلــدان المتقدمة، وبلغ أقصى ارتفاع له في ٤ مارس ٢٠٠٩م قبل أســبوع واحد فقط من بلوغ ســوق الملكيات الأمريكي أدنى مســتوياته. فقــد بقى الين الياباني متقدماً على الدولار خــلال الأزمة المالية، وهذا الوضع حمل المضاربين في ســوق العملات إلى ما يعرف بتجارة المناقلة أو التداول المحمول (CARRY TRADE)، وهو المصطلح الذي أعطى لإستراتيجية الاقتراض في اليابان بأدنى معدلات فوائد؛ من أجل الاستثمار في عملات أكثر مخاطرة وأعلى عائدات. وبمجرد انفراج الأزمة وتعافي سوق المال، خسر الدولار بعض قوته المكتسبة وانخفض سعره مقابل العملات الأخرى.

أثر الأزمة المالية على عوائد الأصول والعلاقة التبادلية:

واحــدة من النتائج الرئيســية للنظرية المالية: أن الحصول عــلى أفضل عائدات لمخاطر معلومــة، أن يقــوم المســتثمرون بتنويع اســتثماراتهم ليس ضمن الأصل المعين فحســب،

وإنما ضمن الأصول كافة. لهذا السـبب، قام المسـتثمرون بوضع قسط من استثماراتهم في الأصول، التي تكون أسـعارها ذات علاقة تبادلية سـلبية مع أحوال السوق، وكذلك الأصول ذات القيمة المنخفضة التي تكون أسعارها ذات علاقة تبادلية موجبة مع أحوال السوق.



الشكل (٣-٣) معاملات الارتباط الشهرية لمؤشر S & P 500 وتصنيفات الأصول المتنوعة من ١٩٧٠م حتى ٢٠١٢م

الشـكل (٣-٣) يوضح العلاقة التبادلية مع أصول متعددة مع مؤشر S & P 500، خلال نوافذ الخمس سـنوات، في الفترة الممتدة مـن١٩٧٠م حتى عام ٢٠١٢م. يمكن ملاحظة أن الأزمـة المالية تركـت آثاراً جوهرية على العلاقـات التبادلية بين طبقـات الأصول، وفي كل الأحوال تعمل على تسريع التوجهات التي ظلت سـائدة قبـل الأزمة. إن العلاقة التبادلية بين الأسـواق المالية في الدول المتقدمة، والأسـواق المالية في الدول الناهضة وسـوق الأسهم في الولايـات المتحدة الأمريكية، والتي نمت بصورة جوهريـة ووصلت إلى ٠,٩١٪ في الدول المتقدمة و٠,٨٥ في الدول الناهضة.

هنـاك أسـباب اقتصادية وجيهة عن: لماذا كانت العلاقة التبادلية بين أسـواق الأسـهم متعاظمة خلال السنوات القليلة الماضية. أولاً، يوجد زيادة في الاستقلال الاقتصادي، حيث

إن التجارة العالمية تمثل النصيب الأكبر في المخرجات العالمية. وثانياً؛ لأن التجار والمستثمرين يشغلون أموالهم في أسواق مختلفة في ذات الوقت. لذلك، فإن احتمال انعزال الأسواق يقل بشكل كبير. وثالثاً، أن معظم الصدمات في الأسواق المالية وأسواق البضائع منذُ عام ٢٠٠٨م كانت ذات طبيعة عالمية، وهذا الأمر يقلل التأثير على أسواق أي بلد منفرداً.

ليس فقط زيادة العلاقة التبادلية بين الزيادة في أسواق المال، ولكن الشكل (٣-٣)يوضح أيضاً العلاقة التبادلية بين أسواق المال وأسواق البضائع، مُقاساً بمؤشر CRB أسعار البضائع أو أسعار النفط، والذي زاد بشكل كبير منذ الأزمة المالية[٢٤]. تأثرت أسعار البضائع بسبب عوامل الطلب، مثل: النمو في الاقتصاد العالمي، وعوامل العرض، مثل: الطقس (بالنسبة للمحاصيل)، والتطورات السياسية (بالنسبة للنفط). التذبذبات في الطلب بسبب علاقة تبادلية موجبة بين أسعار الأسهم وأسعار البضائع، في حين تؤدي التذبذبات في العرض إلى وجود علاقة تبادلية سالبة. إذا كان المصدر الرئيسي للاضطراب في أسعار البضائع قد نشأ بسبب التذبذب في العرض، فإن البضائع المحتجزة تعمل كمصدات للأسهم، ولكن عندما تكون صدمات الطلب العالمي مسيطرة، فإن أسعار البضائع تتحرك في تناغم مع أسعار الأسهم، وتعمل البضائع كمؤشر رديء للتذبذبات في الملكية.

هناك أسباب وجيهة عن: لماذا تكون العلاقة التبادلية بين أسعار البضائع والسوق المالي ربما تستمر عالية. التطورات الأخيرة في أسواق الطاقة تعني أن أوبك لا ترغب في أن يكون لها تأثير في عرض النفط، كما كان ذلك في الماضي. المصادر البديلة للنفط والغاز في الدول خارج منظمة أوبك وتقنيات التكرير أصبحت أكثر أهمية. هذه التطورات تعني أن التذبذب في الطلب على النفط، ربما يكون له اليد الأعلى في تحديد أسعار الطاقة، ويعود ذلك إلى علاقة تبادلية موجبة بين أسعار الأسهم والبضائع، وهذا يعني أن البضائع ربما تتراجع وتعمل كمصدات مؤثرة مقابل الأسهم.

ويجادل البعض أن زيادة العلاقة التبادلية بين سوق الأسهم العالمي، قد يخفض أو حتى يحذف المحفزات؛ لتنويع المحافظ المالية إذا تحركت أسواق الأسهم في تناغم. وتركز هذه الجدلية على أن الاستثمار في الأسواق الأجنبية ربما يؤثر قليلاً في التذبذب في الأسواق المالية المحلية. ولكن العلاقة التبادلية دائماً ما تحتسب خلال مدد قصيرة مثل الأسبوع أو الشهر.

العلاقة التبادلية طويلة المدى بين عائدات الأصول، هي دائماً أقل من العائدات ذات العلاقة التبادلية قصيرة المدى، وهذا يعني أن المستثمرين على المدى الطويل يجب عليهم الاستمرار في التنويع، وحتى هذا التنويع لن يقود إلى خفض جوهري في عائدات المحافظ ذات المدى القصير.

تناقص العلاقات التبادلية:

على النقيض من البضائع والتي تزايدت علاقتها التبادلية مع الأسـهم منذ الأزمة المالية، هناك أصـلان تميزت عائداتهما بعلاقات تبادلية أقل أهمية، مع عائدات ملكيات سـندات الخزينة الأمريكية والدولار الأمريكي.

إن سـعر الدولار في سـوق تداول العمـلات الأجنبية قد تأثر بقـوة الاقتصاد الأمريكي، والنظرة العالمية لسلامة الدولار التي يعتقدها المستثمرون. إن العامل الأول الذي يقود إلى العلاقة التبادلية الموجبة بين أسواق المال وسعر الصرف، وهو خبر سار أو سيء عن الاقتصاد، يؤثر على أسعار الأسهم وسعر الصرف في نفس الاتجاه.

ولكن موقف سـلامة الدولار الأمريكي يقود إلى العلاقة التبادلية العكسـية. إن الأخبار الاقتصادية السـيئة، والتي تأتي بشـكل خاص من خارج الولايات المتحدة، تؤثر في رفع سعر الدولار وترفع قيمته في الوقت نفسـه. مثل هذه الأخبار تؤدي إلى خفض أسعار الأسهم في الولايات المتحدة وفي العالم، حيث إن أثر الأزمة المالية العالمية وبخاصة أزمة النقد الأوروبية في موقف قوة وسـلامة الدولار الأمريكي، قد أدى إلى رفع قيمته بشـكل دراماتيكي. الأخبار السـيئة عن أوروبا لها آثار سلبية على أسواق الأسـهم العالمية، ولكنها أدت إلى دفع اليورو نحو الهبوط. لذلك، ارتفع سـعر الدولار في أسـواق النقد الأجنبية. قادت الأزمة الأوروبية إلى تسجيل رقم قياسي لعلاقة الارتباط السلبية بين الدولار الأمريكي وسوق الأسهم الأمريكي، كما هو موضح في الشكل (٣-٣).

لقد تمتعت سندات الخزينة بتعزيز موقعها منذ الأزمة المالية، وعملت كمصدات لمخاطر السوق المالية بطريقة أقوى بالنسبة للمستثمرين بغير الدولار. بالنسبة للمستثمرين بغير الدولار، فإن الأخبار السـيئة ترفع الطلب على الأصول المقيّمة بالدولار وبالأخص سـندات

الخزينة، وهذا يقود إلى علاقات تبادلية سالبة أعلى بين سندات الخزينة الأمريكية، وأسواق الأسـهم المقيَّمة بعملات أخرى غير الدولار. إن سـندات الأسـهم طويلة الأجل أصبحت في الحقيقة هي الأصول التي تعمل كمصدات، وهذا يفسر لماذا تقوم كثير من صناديق الثروات باستثمار نسبة عالية من أصولها النقدية في سندات الخزينة، بالرغم من انخفاض عائداتها.

الذهب هو الأصل الوحيد الذي لم تتأثر علاقته التبادلية بالأزمة المالية. إن ارتفاع أسعار الذهب بعد الأزمة المالية قد حدثت بسـبب الخوف من الانكـماش والانهيار المالي، ولكن العلاقة التبادلية مع الأسواق المالية ظلت قريبة من الصفر خلال الخمسين سنة الماضية. في بداية عام ٢٠١٣م، ارتفع سعر الذهب بصورة كبيرة منذ عام ٢٠٠٨م، بالرغم من أن الارتفاع بعد التضخم لم يبلغ ما وصل إليه في فقاعة الذهب عام ١٩٨٠م، عندما وصل سعر الأونصة إلى ٨٥٠ دولاراً، أو ٢,٥٤٥دولاراً بحسب أسعار ٢٠١٣م.

إن العلاقة التبادلية الموجبة بين أسواق المال والبضائع والنفط، والعلاقة التبادلية السلبية بين سندات الخزينة والدولار، قد أدت إلى الارتفاع وتفادي مخاطر السوق. تحدث مخاطر السـوق عندما تكون هناك أخبار سارة عن الاقتصاد، وتعمل على جذب المستثمرين لشراء الأسـهم والبضائع طويلة الأجـل، ويقومون ببيع الدولار وسـندات الخزينة. في مثل هذه الأسـواق، ترتفع أسعار الأسـهم والبضائع في حين تنخفض أسعار سندات الخزينة والدولار. وبالعكس، تعمل الأخبار السـيئة عن الاقتصاد على دفع المستثمرين لشراء سندات الخزينة الأمريكية والدولار، في حين يقومون ببيع بضائعهم، وتكون أسعار الذهب في مثل تلك الأيام قابلة للارتفاع أو الانخفاض.

لكن الشـكل (٣-٣) يوضـح أن العلاقة التبادلية بين الأصول لم تكن مسـتقرة، بالأخص العلاقة التبادلية بين أسـعار الأسهم وسندات الخزينة في عام ١٩٧٠م و١٩٨٠م، والتي كانت موجبة ولم تكن سـالبة، وهـذا يعود إلى أن التحدي الرئيس الـذي يواجه الاقتصاد في تلك السنوات هو التضخم. إن التضخم المنخفض يعتبر الأخبار السارة لأسعار الأسهم والسندات على حد سـواء، ولا يعتبر التضخـم تحدياً فقط عندما تكون العلاقة التبادلية سـالبة، وإن الاسـتقرار المالي للقطاع الخاص موضع تساؤل. إن سندات الخزينة في وضع سليم، وتصبح العلاقة التبادلية سالبة مع أسعار الأصول المالية النقدية.

بالتأكيد، وتحت مظلة السياسة النقدية الحالية، فإن الخطر أن يكون التضخم مصدر قلق مرتفعٍ لصانعي السياسات. وفي هذه الحالة، سوف تتوقف سندات الخزينة عن أن تكون أصول تحوط، كما أن أسعار السندات يمكن أن تنخفض بشكل كبير، حيث إن المستثمرين سيحتاجون إلى عائد أعلى بكثير للأصل، والذي لم يحقق التنوع المطلوب للأسهم في محافظهم، ويمكن أن يرتفع السوق بشكل غير مسبوق في سندات الخزينة، مدعوماً بالإيمان بأن سندات الخزينة «وثائق تأمين» في حالة الانهيار المالي، ومن الممكن أن تتأثر سلباً كما حدث للأسواق في ارتفاع أسهم التكنولوجيا في بداية القرن. وعندما يزداد النمو الاقتصادي، ستحصل حملة سندات الخزينة على ضربة؛ بسبب ارتفاع أسعار الفائدة وفقدان وضع الملاذ الآمن.

إحدى الدروس الرئيسية المستفادة من التحليل الطويل الأجل، هي أنه لا يمكن لأي فئة من فئات الأصول أن تبقى منفصلة بشكل دائم عن الأساسيات. وكانت الأسهم قد جاءت عندما انفجرت فقاعة التكنولوجيا وتحطم النظام المالي، ومن المرجح جداً أن يعاني حاملو السندات من مصير مماثل؛ لأن السيولة التي تنشئها البنوك المركزية في العالم تتحول إلى نمو اقتصادي أقوى وتضخم أعلى.

التداعيات التشريعية الناجمة عن الأزمة المالية:

مثلما أدى الكساد العظيم إلى إصدار مجموعة من التشريعات، مثل: قانون الأوراق المالية والبورصة، الذي أنشأ المجلس الأعلى للسندات، وقانون غلاس - ستيغال Glass-Steagall الذي فصل بين البنوك التجارية والاستثمارية، وأدى إلى إنشاء المؤسسة الاتحادية للتأمين على الودائع، فقد دفعت الأزمة المالية عام ٢٠٠٨م المشرعين إلى سن قوانين لمنع حدوث الانهيار المالي مرة أخرى، وجاءت النتيجة في صورة ضخمة مكونة من ٨٤٩ صفحة، صاغها السيناتور كريستوفر دود Christopher Dodd (الديمقراطي من كونتكت)، والممثل الديموقراطي عن ولاية ماستشيوتس بارني فرانك Barney Frank الديمقراطي من ماستشيوتس. ودعا قانون دود فرانك إلى إصلاح وول ستريت وحماية المستهلك، والذي تم توقيعه ليصبح قانوناً من قِبل الرئيس أوباما Obama في يوليو ٢٠١٠م، وتتراوح صلاحيات هذا القانون بين إنشاء بطاقات السحب الآلي، إلى وضع اللوائح المالية، وتنظيم «صناديق التحوط»،

وتقييد «الإقراض المفترس»، ومعالجة تعويضات الرؤســاء التنفيذيين وغيرهم من الموظفين، وصياغة تدابير تهدف إلى تحقيق الاســتقرار في الاقتصاد والنظام المالي. يتألف هذا القانون من ١٦ عنواناً، ويتطلب من المشرعين إنشــاء ٢٤٣ نظاماً، وتم إجراء ٦٧ دراســة، وأصدر ٢٢ تقريراً دورياً[٢٥].

وأهــم ثلاثة أجزاء من القانون والتي تؤثر على الاقتصاد بشــكل عام، هي: (١) «قاعدة فولكــر» والذي يحد من تداول البنوك للملكية التجاريــة، (٢) القاعدة الثانية، والتي تنص عــلى تصفية الشركات المالية الكبيرة، التي لا تخضع لصلاحيات المؤسســة الاتحادية للتأمين على الودائع، (٣) القاعدة الثالثة التي أضافت مسؤوليات، ولكن وضعت أيضاً قيوداً جديدة على مجلس الاحتياطي الاتحادي.

تم تسمية قاعدة فولكر تيمُّناً ببول فولكر، الرئيس السابق لمجلس الاحتياطي الاتحادي، ورئيس المجلس الاستشاري للإنعاش الاقتصادي للرئيس أوباما، الذي قال: إن الاستقرار المالي يتطلب أن يحد الكونغرس بشــدة من قدرة البنوك على التجارة لحساباتها الخاصة، ولم يرد هــذا الحكم في مشروع القانــون الأصلي الذي قُدم إلى الكونغرس، ولكنه أُدرج لاحقا. وكان مقــترح فولكــر في الأصل يحظر على وجه التحديد على أي بنك، أو مؤسســة تملك بنكاً من الانخــراط في تجــارة مملوكة ملكية خاصة، لا يكون بناءً على طلــب العملاء أو من امتلاك أو الاستثمار في صندوق تحوط أو صندوق أسهم خاصة. ومع ذلك، تم تعديل هذا الاقتراح في وقــت لاحق؛ للســماح لما يصل إلى ٣٪ مــن رأس المال من البنــوك في الدخول في تجارة الملكيــة، وتُعفي عمليات التحوط، وكذلك تداول ديون الخزينة الأمريكية. وقد تم تصميم قاعة فولكر لاســتعادة الفصل بين بنوك الاســتثمار والمصارف التجاريــة، التي كان أول من نص عليها قانون غلاس - ســتيغال عــام ١٩٣٣م، ولكن تم إلغاؤها مــن قِبل الكونغرس في عام ١٩٩٩م، من خلال قانون غرام - ليتش - بليلي.

ولكــن هل كان من الممكن لو أن تعديل فولكر أُقر كقانون عام ٢٠٠٧م، أن يحُول دون وقــوع الأزمة المالية في عام ٢٠٠٨م؟ نجمت الأزمــة المالية عن الإفراط في الإقراض، وتداول الأوراق الماليــة ذات الصلــة بالعقارات في حالــة شركة بير ســتيرنز Bear Stearns وليمان برذرز Lehman Brothers، وهي بنوك استثمارية ولا يشملها تعديل فولكر لو تم تطبيقه، كما أنــه لا ينطبق عــلى شركة التأمين الأمريكيــة العملاقة (AIG) والتــي اختارها مجلس

الاحتياطــي الاتحادي؛ لإنقاذها بعد رؤية الاضطرابات التــي أحدثها إفلاس ليمان. وعلاوةً عــلى ذلك، واجهت البنوك التي حصلت على قروض من بنك الاحتياطي الفيدرالي، وتحديداً ســيتي بنك وبنك أمريكا، مشــكلةً بســبب قروض عقارية سيئة وليســت تداولات تجارية للبنوك. وبالنظر إلى هذه الخلفية التاريخية، فمن المشــكوك فيه أن تعديل فولكر، لو كان ساري المفعول في عام ٢٠٠٧م، أن يكون له تأثير في تغيير مسار الأزمة المالية.

ويسمح الباب الثاني من قانون دود - فرانك Dodd-Frank للحكومة بتفكيك الشركات المالية، التي أصبحت تشكل تهديداً لاستقرار النظام المالي على وجه السرعة؛ وذلك من أجل التقليــل من خطر حدوث أزمة مالية إلى أدنى حد. على الرغم من أن المؤسســة الاتحادية للتأمــين على الودائع لديها قواعد لتصفية البنوك التجارية، ومؤسســة حماية المســتثمرين للأوراق المالية لديها صلاحيات لتصفية أصول دور الوساطة، فليس لدى الحكومة أي مبادئ توجيهيــة لتفكيك البنوك الاســتثمارية، مثل: شركة بير ســتيرنس وليــمان، ولا حتى شركات التأمين، مثل: (AIG). وبموجب قوانين الإفلاس المعتادة، قد يستغرق تحديد أوامر المطالبات شهوراً أو سنوات، وهي فترة طويلة جداً لتهدئة حدود الأزمة.

الباب الثاني ذكر بالتحديد على أن تقدم الشركات المالية إلى الحكومة، بأن تأمر بتصفية الأصــول إذا لم تتمكــن الشركة من الوفــاء بالتزاماتها المالية، وتحظر عــلى الحكومة اتخاذ مواقف لدعم الشركة التي تم تفكيكها. كما يحدد القانون التدابير التي يجب اتباعها؛ حتى لا يتعرض دافعو الضرائب لخســائر لا مبرر لها، ويمكن أن يستوعبها دائنون آخرون للشركة. هذا الجزء من القانون كان ليحظر على الاحتياطي الفيدرالي أن يأخذ حصص أسهم كما فعل في حالة (AIG)، سيتي بنك، أو أي شركة مالية أخرى.

الفصل الحــادي عشر يحد من إجراءات مجلس الاحتياطــي الاتحادي، من خلال إلغاء تعديــلات الجزء ١٣ (٣) على قانون الاحتياطي الاتحادي، والذي أعطى البنك المركزي عملياً سلطة غير محدودة لإقراض أي مؤسسة مالية في وقت الأزمات. وبموجب القانون الجديد، لا يمكن لمجلس الاحتياطي الاتحادي إقراض أية مؤسسة مالية، على الرغم من أنه يمكن أن يســتخدم صلاحياته لتوفير قاعدة عريضة من الســيولة للنظام المالي بموافقة وزير الخزانة. وعلاوةً على ذلك، فإن القانون يتطلب من مجلس الاحتياطي الاتحادي الكشف عن الشركات المالية التي تتلقى المساعدة، في غضون سبعة أيام من الموافقة على التسهيلات الطارئة[٢٦].

ولا يــزال يتعين علينا النظر في مدى ضرر هذه القيود عند حدوث الأزمة المالية المقبلة. معظــم هــذه القيود أدرجت لكســب الدعــم الجمهــوري لتمرير مــشروع القانون؛ لأن الغالبيــة العظمى من الجمهوريين يعارضون إنقاذ مجلس الاحتياطي الفيدرالي والكونجرس للمؤسسات المالية، والكثيرون منهم كانوا غير راضين بشكل خاص عن برنامج إنعاش الأصول المتعــثرة، أو ما تم اختصاره بـ (TRAP)، الــذي وُقّع كقانون في الثالث من أكتوبر ٢٠٠٨م، والذي قدم ما يصل إلى ٧٠٠ بليون دولار لمؤسسات مالية، ولكن أيضاً استخدم لتوفير الدعم لشركة جنرال موتورز[٢٧].

إن الـ ٧٠٠ بليون $ (TRAP) كانت جزءاً من تشريعات مثيرة للجدل، تم اقتراحها للمرة الأولى مــن وزير الخزانة بولســون، ورئيس مجلس الاحتياطي الاتحــادي برنانكي، بعد أيام معدودة من إفلاس شركة ليمان. وعلى الرغم من أنها كانت مدعومة من قِبل الرئيس بوش، فإن الجمهوريين في مجلس النواب لم يصوتوا على التشريع في ٢٩ ســبتمبر عام ٢٠٠٨م، مما دفع مؤشر داو الصناعي إلى خسارة ٧٧٧ نقطة (٦,٩٨٪). وبعد إجراء تغييرات طفيفة (ومما لا شــك فيه، عددٌ من المكالمات الهاتفية للمشرعين الجمهوريين من المستثمرين الغاضبين)، أدى ذلك إلى تغيير عديد من الجمهوريين في مجلس الشيوخ تصويتهم لصالح التشريع، وتم إقراره بعد ٤ أيام.

وكــما ذكر في الفصــل الأخير، لم يكن برنانكي Bernanke بحاجــة إلى الكونغرس لتمرير (TRAP) لمنح تســهيلات، ســواء للــشركات المالية أو غــير المالية، والتــي كانت ضرورية بســبب التطورات التي حدثت للقطاع؛ ولأن الجزء ١٣ (٣) من قانون الاحتياطي الفيدرالي يمنحه الســلطة للقيــام بذلك. ولكن لأنه تعــرض للكثير من الانتقادات بســبب تدخلات بنك الاحتياطي الفدرالي الســابقة، فقد شعر برنانكي Bernanke وبولسون Paulson بأنهما بحاجة إلى موافقة الكونغرس على المضي قُدماً. ولو كانت القيود في قانون دود فرانك سارية المفعــول في عام ٢٠٠٨م، فإن بنــك الاحتياطي الفيدرالي لن يكن بوســعه إقراض الشركات الفردية، مثل: (AIG)، وهو الإجراء الذي أوقف الأزمة.

ومــع ذلك، فإن البنك الاحتياطي الفيدرالي ســيظل لديه مــا يكفي من المرونة للتصرف من أجل تهدئة الأســواق. تحت إدارة دود - فرانك للاحتياطي الاتحادي، يمكن مع موافقة

الخزينة إنشـاء مصادر للسيولة لفئات المؤسسات المالية المختلفة، مثل: البنوك الاستثمارية أو حتى شركات التأمين. وبالتأكيد، فإن وزير الخزانة هنري بولسـون عمل بشكل وثيق مع بن برنانكي Bernanke خلال جميع مراحل الأزمة المالية، وطور الرجلان علاقة عمل جيدة. برنانـكيBernanke على الأرجح حصل على موافقة بولسـون؛ لتقديم تسـهيلات الإقراض العامة التي أنشأها بنك الاحتياطي الفيدرالي لتوفير السيولة للسوق.

ومع ذلك، فإن العلاقة بين وزير الخزانة ورئيس مجلس الاحتياطي الاتحادي لم تكن دائما وديـة. كانت هناك أوقات كانت الإدارة تنتقـد مجلس الاحتياطي الاتحادي. وعلى الرغم مـن أن وزيـر الخزانة يمكن تغييرة في أي وقت من قِبل الرئيس، إلا أن تعيين رئيس المجلس الاحتياطي الاتحادي يتم ولمدة أربع سنوات، ويمكن إقالته فقط بقرار من مجلس الشيوخ.

الوقـت سـوف يثبت مـدى فعالية - أو ضرر - أحـكام قانـون دود - فرانك. ومعظم القواعـد واللوائح يجب أن تُعـد من قِبل لجان ومجموعات «خـبراء» تختارهم الحكومة؛ لصياغة الأدلة والإجراءات. وكثيراً ما يقال: «إن الشيطان يكمن في التفاصيل»، ومعظم هذه التفاصيل لم يتم بعد صياغتها.

ملاحظات ختامية:

الأزمـة المالية والركود الذي تبعها ولَّد أعمق سـوق هابطة للأسـهم «Bear market»، وأكبر سـوق صاعدة لسندات الخزانة Bull market منذ الكسـاد العظيم في عام ١٩٣٠م. والانكـماش الحـاد في الاقتصاد الذي تبع ذلك، أدى إلى أكبر عجـز في الميزانية الحكومية في أوقات السـلم، وأحد أبطأ فترات الانتعاش الاقتصادي في تاريـخ أمتنا، وأحدث نمواً متزايداً للتشاؤم حول مستقبل أمريكا.

ولكـن الديون، والعجز، وبطء النمو الاقتصادي، لا ينبغي أن يكون إرث حقبة الكسـاد العظيم. الفصل التالي ينظر في المسـتقبل؛ لتحديد الاتجاهات التي سـتهيمن على المشـهد الاقتصـادي خلال الفترة المتبقية من هذا القرن، ويوضح لماذا يجب أن يكون هناك سـبب كبير للتفاؤل حول مستقبل الولايات المتحدة والاقتصاد العالمي.

الهوامش:

1. The decline would be greater if quarterly data were available. Quarterly GDP was not available until 1946.
2. Joseph Swanson and Samuel Williamson, "Estimates of National Product and Income for the United States Economy, 1919-1941," Explorations in Economic History, vol. 10, no. 1 (1972); and Enrique Martinez-Garda and Janet Koech, "A Historical Look at the Labor Market During Recessions," Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Letter, vol. 5, no. 1 (January 2010).
3. That decline o~curred between July 2008 and December 2008 as oil prices plummeted.
4. This is calculated from the 27 percent price-level decline (l / .73) noted above.
5. There were other factors moderating the fall in GOP during the Great Contraction that were absent during the Great Depression: the existence of FDIC deposit insurance; generous unemployment compensation; the automatic reduction of tax revenues as income and asset prices fell, which cushioned the decline in disposable income; and the expansion of federal government spending.
6. From Table A-I, in Milton Friedman and Anna Schwartz, A Monetary History of the United States, 1867-1960, Princeton, NJ: Princeton University Press, 1963.
7. In real terms, the 1974 and 2008 stock market declines were almost identical due to the far greater inflation that occurred in the 1973-1974 episode.
8. On the morning of October 20, the VIX (computed using slightly different index options) hit almost 170. Since then, the VIX reached 50 in 1997 during the Asian monetary crisis, in 1998 when Long-Term Capital Management collapsed, in 2001 immediately following the 9/11 terrorist strikes, and at the bottom of the previous bear market in 2002. See Chapter 19 for more details.
9. See Chapters 16 and 19 for a more detailed analysis of market volatility and the events that caused it.
10. In dollar terms, all markets fell by at least 50 percent. Italy, Finland, Belgium, Russia, Greece, and Austria fell by at least 70 percent, and Ireland fell by more than 80 percent. After rallying from their March 2009 lows, a number of European markets fell to new lows during the euro crisis, including Italy, Portugal, Spain, and Greece. The Athens Stock Exchange Index fell 92.7 percent from its high in September 1999 to June 2012.
11. The JPMorgan Index of emerging market currencies fell about 19 percent relative to the dollar from October 2007 through March 2009. On average, in local currencies, emerging markets fell about 53 percent, approximately the same as developed markets.
12. General Growth Properties, containing some of the highest-quality malls in the United States, fell from over $20 a share when Lehman went under to less than 20 cents as creditors demanded repayment of loans extended.

13. The more speculative Morgan Stanley Dot Com Index fell 96 percent from January 2000 through March 2002.
14. By September 2012, two and one-half years after the bear market bottom, these stocks were still down 89 percent, 95 percent, and 98 percent, respectively, from their highs.
15. Banks that largely avoided the financial crisis, such as Wells Fargo, which had lost up to 80 percent of its equity value at the bottom of the bear market, and JPMorgan, which has lost over 70%, both rebounded to new highs in 2013.
16. Because of the decline in the price level in the Great Depression, the decline in real earnings was even less severe in the 1930s. See Chapter 10 for more discussion.
17. See Chapter 11 for a more complete explanation.
18. According to the Case-Shiller indexes, real estate prices peaked in May 2006 and had already fallen about 8 percent by the time that the stock market peaked in October 2007. Residential real estate prices peaked in May 2006. Notes Notes 385.
19. MIT Center for Real Estate prices, all commercial index.
20. Atif Mian and Amir Sufi, "Household Leverage and the Recession of 2007-09," IMF Economic Review, vol. 58, no. 1 (2010), pp. 74-117.
21. Even though Federal Reserve notes (currency) offer investors a zero return, investors considered a small negative return a small price to pay for holding millions of dollars in a convenient and safe monetary instrument.
22. Despite this quote, King denied that he had any knowledge that the rate was manipulated during the financial crisis.
23. Barclays claimed that the U.K. Financial Services Authority approved its low submission rates in order to prop up faith in the financial system during the financial crisis.
24. This is based on an arithmetic average of 19 commodities, with petroleum productions given a weight of one-third.
25. According to the law firm Davis Polk & Wardwell LLP in its "Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010."
26. The Dodd-Frank Act also prohibits the use of other funds, such as the Stabilization Fund, which was used to guarantee $50 billion for money market mutual funds shortly after Lehman filed for bankruptcy.
27. According to a Treasury report issued in January 2013, as of December 31, 2012, the Treasury had received over $405 billion in total cash back on TARP investments, equaling nearly 97 percent of the $418 billion disbursed under the program.

الفصل الرابع
أزمة الاستحقاق

هل يغرق سوق الأسهم في موجة التقادم:

الديموغرافيا هي المصير.

أوجست كومت.

بالطبــع، لم تمر فترة الركود العظيم بدون أن تترك وراءها العديد من العواقب الوخيمة، ومن بينها عجز ميزانية القطاع الحكومي في ظل الأوضاع السلمية بدول عدة، مثل: الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا واليابان، كما أدت إلى زعزعة برامج الاستحقاق المستدامة الصادرة قبل سنوات، وارتفاع تكلفتها على نحو مطرد. كما تجدر الإشارة إلى الخسائر الفادحة التي سببها انهيار سوق الأسهم والإسكان، حيث جرف في طريقه تريليونات الدولارات من كشف الميزانية الختامية للمستهلك، بحيث لا تكفي الأصول المتبقية في حيازته؛ لتمضية فترة تقاعد مريحة كما تَصوَّرها يوماً ما.

وفي مقابل تدهور الثروات الاقتصادية، أشارت استطلاعات الرأي إلى غلبة الشعور بالقلق، وفقدان الثقة فيما ستؤول إليه الأوضاع في أمريكا خلال الفترة المستقبلية. وفي عام ٢٠١٠م تم نشر اســتطلاع آخر رد فيه أقل من نصف المشــاركين الأمريكيين بالإيجاب على السؤال: هل تعتقد أن حياة أطفالك ســوف تكون أفضل من وضعك الحالي؟[١] وبعبارة أخرى، بدأت تتلاشى فكرة ازدهار مســتوى المعيشــة، والتي آمن بها الأمريكيــون ولطالما حلم بها ملايين المهاجرين عبر المراحل التاريخية للدولة.

يركز هذا الفصل على التحقق من المبررات التي تؤيد أو تلغي هذه النظرة التشــاؤمية. هل حقا ســيعيش الأطفال في مســتوى أقل رفاهية من آبائهم لأول مرة في تاريخ المجتمع الأمريكي، أم تظهر قوى جديدة لإنعاش الحلم الأمريكي وإحياء التنمية الاقتصادية؟

الحقائق التي نواجهها:

تجدر الإشــارة إلى قوتين متصارعتين من شــأنهما التأثير على مجرى الأوضاع الاقتصادية خلال العقود القادمة: وتمثل القوة الأولى موجة الشــيخوخة؛ الزيادة غير المسبوقة في عدد الأفراد في ســن التقاعد بالدول المتقدمة، مما أدى إلى تضخم نسبة العجز في ميزانية القطاع الحكومــي، بالإضافة إلى تحجيم برامــج التقاعد العامة والخاصــة. وغالباً ما ترتبط موجة الشــيخوخة بسؤالين رئيسيين، وهما: من المســؤول عن إنتاج السلع وتوفير الخدمات التي يحتاجهــا الأفراد المتقاعدين؟ ومن يرغب بشراء الأصول التي يخططون لبيعها بغرض تمويل احتياجاتهم الاستهلاكية في مرحلة التقاعد؟ ومن الواضح أن سن التقاعد يرتفع في دول العالم المتقدم، حين تعتمد على سكانها فقط لتوفير تلك البضائع والخدمات.

بينما تشــير القوة الثانيــة إلى النمو المضطرد في الكيانات الاقتصادية الناشــئة، وبخاصة داخل الهند والصين وبقية دول آســيا، والتي يمكنها خلال فترة قريبة توفير القدر الأكبر من الإنتاج العالمي، فهل تتمتع الكيانات الاقتصادية الناشــئة بالقدرة الإنتاجية الكافية لتصنيع الســلع، وتوفير المدخــرات اللازمة لشراء الأصول الخاصة بالمتقاعديــن الجدد؟ يركز الفصل الحالي عــلى إجابة هذه التســاؤلات، وتوضيح الأوضاع الاقتصادية المقبلــة داخل الولايات المتحدة ودول العالم.

موجة الشيخوخة:

لا شــك أن مقولة أوجست كومت: «الديموغرافيا هي المصير»، تُذكرنا بمدى تأثير موجة الشــيخوخة على مســتقبل دول العالم. وفي أعقــاب الحرب العالمية الثانيــة، ارتفع تعداد الســكان بسرعة مضطردة، حيث انقضت فترة الركود الاقتصادي، وانقشــعت غيوم الحرب التــي دفعــت الأفراد إلى تأخير قرار الإنجاب. ومن ثم، لاحت بوادر المســتقبل المشرق مما شــجع الأفراد على تحمل أعباء الإنجاب ومســؤولية رعاية الأبناء. وعلاوةً على ذلك، ارتفع عــدد المواليد خلال الفترة التي تراوحت ما بين ١٩٤٦م و١٩٦٤م، بدرجة تجاوزت متوســط تعداد المواليد في العقدين الماضيين، وبالتالي ظهرت طفرة المواليد.

ومــن ناحية أخرى، بدأت فترة أزمة المواليد عقب طفرة المواليد. ومن ضمن الأســباب الرئيســية لانتشــار تلك الأزمة: تراجُع معدل الخصوبة والقدرة على الإنجاب، وكذلك عدد

المواليد لكل سيدة. في منتصف فترة الستينيات وفي معظم دول العالم، لم يبلغ المعدل ٢,١ لضمان استقرار التعداد السكاني. وفي هذا السياق، تراجعت معدلات الخصوبة في أوروبا من ٢,٥ عام ١٩٦٠م إلى ١,٨ عام ٢٠١٠م، في حين بلغت ١,٥ في بعض الدول، مثل: إسبانيا والبرتغال وإيطاليا واليونان، ويزداد تراجع معدلات الخصوبة في الدول الآسيوية، حيث بلغت ١,٣ في اليابان وكوريا الجنوبية، و١,١ في تايوان، وأقل من ١ في شانغهاي. وفي عام ٢٠١١م، انخفضت معدلات الخصوبة إلى أقل من ٢,٠ بالولايات المتحدة، في حين استمر تراجع معدل المواليد (عدد الولادات لكل ١٠٠٠ سيدة في الفئة العمرية ما بين ١٥ إلى ٤٤ سنة) ليصل إلى ٦٣,٢، بما يعادل نصف المستوى السائد عام ١٩٥٧م.

ارتفاع متوسط العمر المتوقع:

شهدت الفترة منذ الحرب العالمية الثانية زيادةً ملحوظة في متوسط العمر المتوقع، حين أصدرت الولايات المتحدة قانون التأمين الاجتماعي عام ١٩٣٥م، وتتضمن بنوده فوائد توفير الدخل للفرد بداية من عمر ٦٥ سنة، في حين بلغ متوسط العمر المتوقع لفئة الرجال والتي تمثل معظم القوة العاملة ٦٠ سنة فقط، وفي عام ١٩٥٠م بلغ متوسط العمر المتوقع للرجال ٦٦,٦، في حين ارتفع متوسط العمر المتوقع عام ٢٠١٠م، حيث بلغ ٧٦,٢ للرجال و٨١,١ للسيدات[٢].

لقد أشار جايمس فابول James Vaupel وجايمس اوبن James Oeppen بجامعة كامبريدج Cambridge University إلى ارتفاع متوسط العمر المتوقع في الدول المتقدمة منذ عام ١٨٤٠م، بمعدل ثابت يبلغ ٢,٥ سنة كل عشر سنوات (عقد)، مما يؤكد ظهور علامات طفيفة لتراجع المعدل[٣]. وفي منتصف القرن العشرين، ارتفع متوسط العمر المتوقع نظراً لانخفاض معدل الوفيات والمواليد والأطفال. وعلاوةً على ذلك، ارتفع متوسط العمر المتوقع عند الميلاد للذكور خلال الفترة ما بين ١٩٠١م و١٩٦١م بمعدل يتجاوز ٢٠ سنة، في حين ارتفع متوسط العمر المتوقع للرجال في عمر الستين بمعدل عامين فقط.

ولكن في منتصف القرن الماضي، امتد متوسط العمر المتوقع نظراً للتطورات الهائلة في مجال الطب. ولطالما تميزت المراحل التاريخية المختلفة بأن تعداد فئة الشباب يفوق كبار السن، حيث تقلل الأمراض والحروب والظواهر الطبيعية التعداد السكاني. وبالرغم

مــن ذلك، أدى انخفاض معدل الوفيات بين جيل طفــرة الأطفال وتراجع معدل الخصوبة، إلى تغيــير جذري في توزيع الفئــات العمرية في الدول المتقدمة. وفي منتصف القرن الحالي، انقلبت موازين توصيف المراحل العمرية في اليابان، والعديد من الدول جنوب أوروبا، مثل: اليونان وإســبانيا والبرتغال. فبدلاً من هيمنة فئة الشــباب على التوزيع الســكاني بحسب النمط التقليدي الشــائع عبر المراحل التاريخية، شمل توزيع الفئات العمرية الأفراد الذين تجاوزوا السبعينات والثمانينات من العمر، ويفوق عددهم فئة الأطفال تحت سن ١٥ عاماً.

تراجع سن التقاعد:

بالرغم من زيادة متوسط العمر المتوقع، استمر تناقص سن التقاعد في الدول المتقدمة. وحــين إصدار قانون التأمــين الاجتماعي عــام ١٩٣٥م؛ لتوفير الدخل للأفــراد الذين بلغوا ٦٥ عاماً وأكثر، حيث بلغ متوسط سن التقاعد ٦٧ عاماً. وخلال فترة ما بعد الحرب، تسارع معدل التناقص عام ١٩٦١م، حين ســمح مجلس الشــيوخ (الكونجرس) للمســتفيدين من التأمين الاجتماعي، بتحصيل مخصصات الضمان الاجتماعي بداية من عمر ٦٢ عاماً.

بينما شــهدت الــدول الأوروبية تراجعاً في ســن التقاعد يفوق الولايــات المتحدة. وفي بداية الســبعينيات، قررت معظم الحكومات الأوروبية تخفيض ســن التقاعد من ٦٥ عاماً إلى ٦٠ عامــاً، وفي حالات عديدة إلى ٥٥ عامــاً[٤]. وعلى النقيض من الولايات المتحدة، قررت الحكومــات الأوروبيــة زيادة مدفوعات التأمــين الاجتماعي في حالة الاســتمرار في العمل، وتخفيضها مع الحوافز بالنســبة للأفراد الذين يفكــرون في التقاعد في وقتٍ لاحق. وخلال الفترة ما بين ١٩٧٠م إلى ١٩٩٨م، تراجعت أعمار الرجال ضمن القوة العاملة في فرنسا ما بين ٦٠ - ٦٤ عاماً من ٧٠٪ إلى أقل من ٣٠٪، في حين بقيت في الولايات المتحدة أكثر من ٥٠٪[٥].

أثرت القوتان المزدوجتان لارتفاع متوسط العمر المتوقع وتراجع سن التقاعد، على زيادة متوسط عدد السنوات التي يتقاعد فيها العامل، ويُطلق عليها: فترة التقاعد. وخلال الفترة ما بين ١٩٥٠م و٢٠١٠م، ارتفع متوســط العمر المتوقــع في الولايات المتحدة من ٦٩ إلى ٧٨ عاماً، في حين تراجع سن التقاعد من ٦٧ إلى ٦٢. وبناءً على ذلك، ارتفع معدل فترة التقاعد بحوالي ثمانية أضعاف من ١,٦ إلى ١٥,٨ سنة، وتضاعف معدل الزيادة في أوروبا.

لا شــك أن الزيــادة السريعة في فترة التقاعد قد انعكســت على نمط المعيشــة للعامل العادي. وخلال فترة ما قبل الحرب العالمية الثانية، تمتع عدد قليل من العمال بفترة تقاعد طويلة، وينطبق الوضع ذاته على نسبة أقل من العمال الذين أمضوا فترة تقاعدهم المطولة بصحة جيدة. وفي الوقت الحالي، يستمتع ملايين الأفراد في الولايات المتحدة وأوروبا واليابان بفترة تقاعدهم دون أي مشــاكل صحية، ومــع فوائد الدخل المقدم من الحكومة أو خطط التقاعد الجماعي.

يجب رفع سن التقاعد:

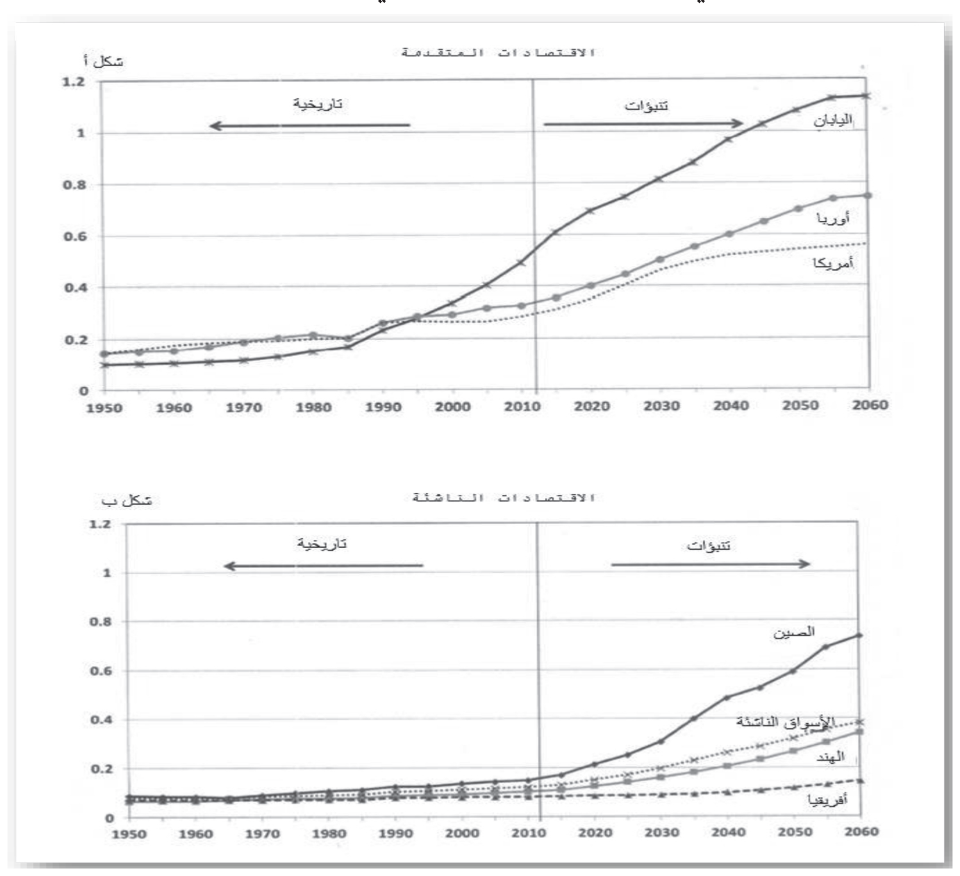
لا يمكن مواصلة ذلك الاتجاه الذهبي في رفع متوسط العمر المتوقع وتراجع سن التقاعد. ويوضح الشــكل (٤-١أ)، أنه في عام ١٩٥٠م تقاعــد ١٤ فرداً من كل ١٠٠ عامل في الولايات المتحدة، وقد ارتفعت هذه النسبة إلى ٢٨ متقاعداً من ضمن ١٠٠ عامل عام ٢٠١٣م، ومن المفــترض أن تصل عــام ٢٠٦٠م إلى ٥٦ متقاعداً، ومن المرجح أن يــزداد عدد المتقاعدين في اليابــان من ٤٩ متقاعداً مــن كل ١٠٠ عامل، خلال الفترة الراهنــة ليصل إلى ١١٣ متقاعداً عام ٢٠٦٠م، في حين يصل إلى ٧٥ متقاعداً في أوروبا، وتشــير هذه المعدلات إلى زيادة عدد المتقاعدين اعتباراً من ســن ٦٥ ســنة، ويتجاوز هذا المســتوى فئة المتقاعدين في الولايات المتحدة واليابان، وكذلك أوروبا في الوقت الحالي.

بالرغــم من ذلك، تزداد شــدة النزعات الديموغرافيــة في اليابان وأوروبــا بالمقارنة مع الولايات المتحدة، حيث تكفل تلك الدول نفقات جميع المتقاعدين، بصرف النظر عن مكان تقاعدهم. ونظراً لتداول البضائع والخدمات في الأســواق العالمية، يؤدي الطلب عليها من طرف المتقاعدين اليابانيين والأوروبيين في المســتقبل إلى رفع الأسعار العالمية، مما يؤثر سلباً على المتقاعدين الأمريكيين أيضاً.

ومــن الجدير بالذكر أن أثر موجة الشــيخوخة، قد تخطى ظاهرة رفع أســعار الســلع والخدمات المتداولة في السوق العالمية، حيث انعكست سلبياً على قيمة الأصول التي يحرص العمال على جمعها؛ لتمكينهم من سد حاجاتهم الاستهلاكية أثناء فترة التقاعد، نظراً لارتباط قيمة الأســهم والســندات على غرار السلع بمعدل العرض والطلب. ولا شك أن المشتري هو المدخــر، والمدخر هو العامل الذي يقل معدل اســتهلاكه عن الدخــل الذي يجنيه، ويدخر

الفائــض مــن الدخل لجمع أكبر قدر ممكن من الأصول، ومن ثــم بيعها أثناء فترة التقاعد. ونســتنتج من ذلك، أن باعة الأصول هم المتقاعدون الذين يحتاجون لتدبير الأموال اللازمة لسد حاجاتهم الاستهلاكية، حين يعجزون عن تحصيل أي دخل من العمل.

وفي الواقــع، أدى ارتفــاع عــدد المتقاعدين إلى زيادة في عدد بائعي الأصول بالنســبة لعدد المشترين، ومن ثم تراجع استدامة ثبات أسعار الأصول، أي أن تخفيض الأسعار يعد الوسيلة التي يتبعها الســوق؛ للإشــارة إلى عجز الاقتصاد عن تلبية توقعات المتقاعدين، فيما يتعلق بالتقاعد المبكر والاستمتاع بالصحة الجيدة وفوائد الدخل. ونظراً لتراجع قيمة الأصول، يتعين على جيل طفرة المواليد الاستمرار في العمل لفترة أطول، والتقاعد في سن أكبر مما كانوا يخططون.



الشكل (٤-١) نسبة المتقاعدين للعاملين في الدول المتقدمة والاقتصادات الناشئة، ١٩٥٠م - ٢٠٦٠م

ولكن إلى متى يستمر هذا الوضع؟ يوضح الشكل (٤-٢) أثر جيل طفرة المواليد على سن التقاعد في الولايات المتحدة، في حين يستعرض السيناريو (أ) حال دول العالم المتقدم، حين اعتمادها على إنتاج العمالة الخاصة بها، بدلاً من الاستيراد من الخارج لتوريد السلع التي يطلبها المتقاعدون.

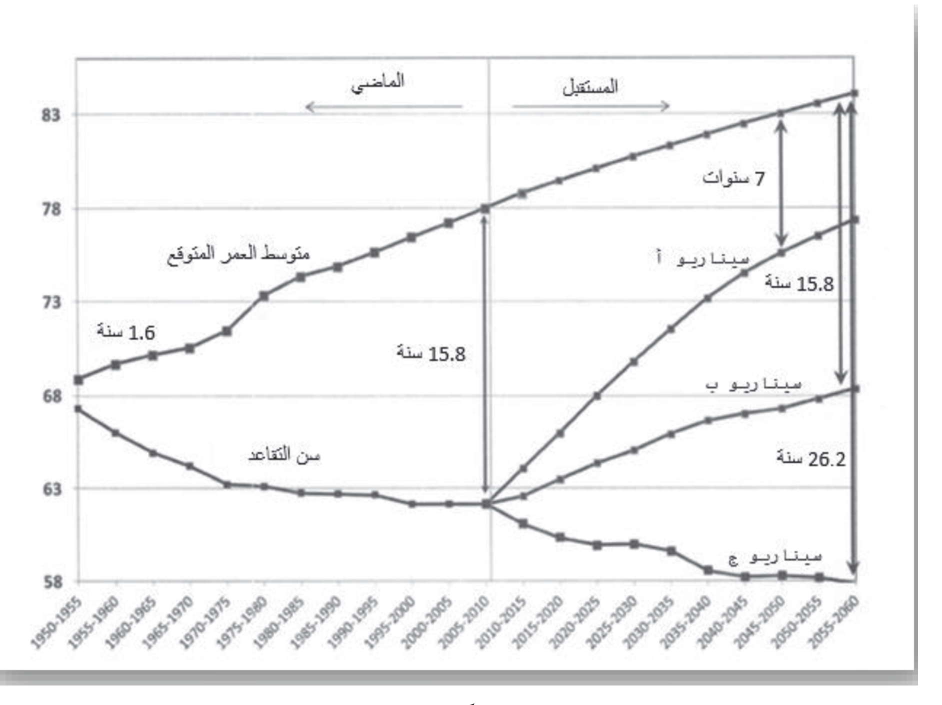
وفي إطار المحاولات لمواجهة الآثار الملحوظة المترتبة على سن التقاعد، من المرجح أن يرتفع سن التقاعد من ٦٢ إلى ٧٧ سنة بحلول منتصف القرن الحالي، في حين تتجاوز ١٥ سنة المضافة الزيادة في متوسط العمر المتوقع. ويحاول هذا السيناريو تخفيض فترة التقاعد من ١٥,٨ سنة في الوقت الراهن إلى ٧ سنوات، بما يعادل ٥٠٪ من القيمة الحالية، وبالتالي تُلغى معظم المكاسب التي يجنيها المتقاعدون في فترة ما بعد الحرب[٦].

الديموغرافيا العالمية وموجة الشيخوخة:

يركز بعض الباحثين المعنيين بتقييم نسبة شيخوخة السكان، على تحليل تلك العوامل التي أدت إلى النظرة التشاؤمية لعائدات الأصول، وقد استخدم الباحثون الديموغرافيا المحددة لكل دولة بغرض توقع عائدات الأصول، استناداً إلى ظروف العرض والطلب[٧].

ولكن من الخطأ أن نتوقع الأوضاع المستقبلية طبقاً للمنظور الديموغرافي لكل دولة، بل يجب رؤية العالم كوحدة اقتصادية، وليس دولاً متفرقة تسعى كل منها إلى المواءمة بين معدلات الاستهلاك والإنتاج. وفي ظل توسع التجارة العالمية، يستطيع الشباب في الدول النامية إنتاج السلع للمتقاعدين في الدول المتقدمة، وشراء الأصول الخاصة بهم.

وربما ترجع أهمية الأمر إلى انحسار موجة الشيخوخة التي تجتاح الدول المتقدمة عن بقية دول العالم. وفي الواقع، ينتشر تعداد الشباب خارج حدود اليابان وأوروبا والولايات المتحدة، والأجيال الشابة تظهر في الاقتصادات الناشئة.



الشكل (٤-٢) العمر المتوقع وسن التقاعد وفقاً لسيناريوهات مختلفة من النمو، ١٩٥٠م - ٢٠٦٠م

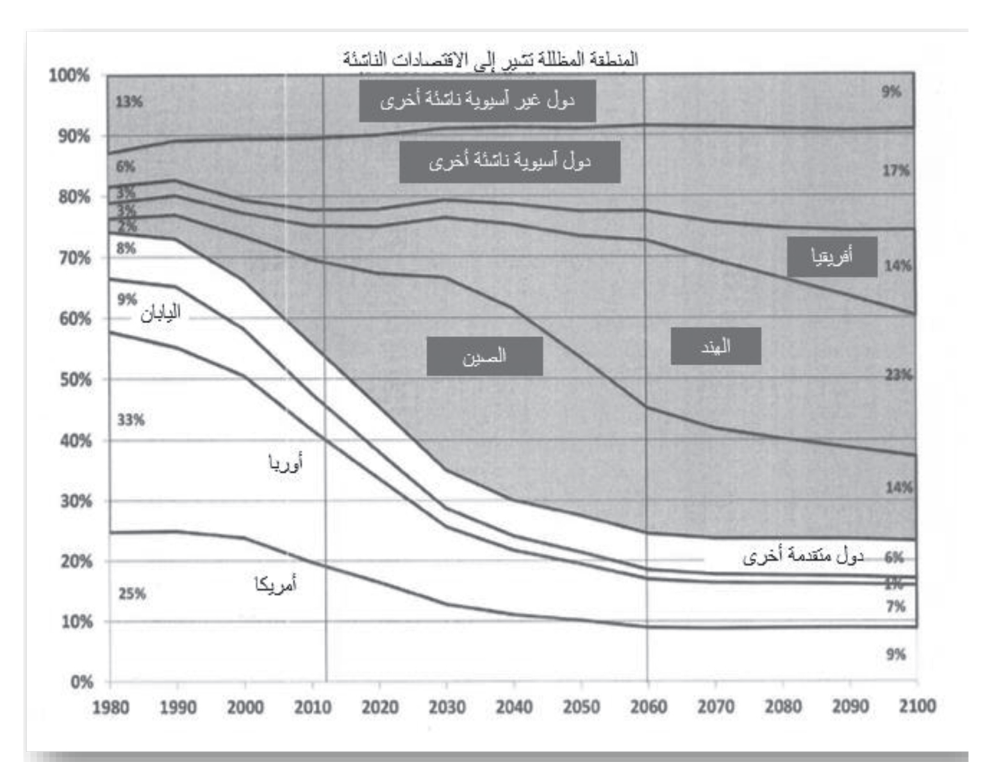
يوضح الشــكل (٤-١ب) مخططاً لنســبة المتقاعدين إلى العاملين في الدول النامية، ومن المؤكد أن ارتفاع نســبة المتقاعدين إلى العاملين ظاهرة ســائدة في جميع الدول. وفيما عدا الصــين، تفوق الزيادة التدريجية لعدد المتقاعدين في الكيانات الاقتصادية الناشــئة نظيرتها في الــدول النامية. وخلال الفــترة التي تراوحت ما بــين ٢٠١٣م إلى ٢٠٣٣م، حيث يتقاعد معظم العاملين من جيل طفرة المواليد في الدول النامية، ارتفع عدد المتقاعدين من كل ١٠٠ عامل من ١١ إلى ١٨ فقط في الكيانات الاقتصادية الناشــئة، وتقل هذه النسبة عن الولايات المتحدة، حيث زادت النســبة مــن ٢٧ إلى ٤٥. وفي أفريقيا، يكاد يســتقر عدد المتقاعدين من كل ١٠٠ عامل عند مســتوى متدني يبلغ ٧,٥. وحتى الصين تأثرت بشــيخوخة الاقتصاد الناشــئة؛ نظراً لتطبيقها سياســة الطفل الواحد، مما أدى إلى ارتفاع عدد المتقاعدين ضمن ١٠٠ عامل من ١٤ إلى ٣٠ على مدار الـ ٢٠ ســنة القادمة، ولا تفوق هذه النسبة نظيرتها في الولايات المتحدة حتى عام ٢٠٦٠م.

السؤال الأساسي:

تجدر الإشارة إلى السؤال الأساسي، وهو: هل يستطيع العاملون في الأسواق الناشئة إنتاج ما يكفي من السلع اللازمة لسد احتياجات المتقاعدين في الدول المتقدمة؟ وهل بإمكان هؤلاء العاملين تأمين المدخرات؛ لشراء الأصول التي يبيعها المتقاعدون في الدول المتقدمة بغرض تمويل فترة تقاعدهم؟ وحتى الآن، لا يمكننا الرد بالإيجاب على هذا السؤال. فبالرغم من أن ٨٠٪ من سكان العالم يعيشون في الدول النامية، لا تنتج تلك الدول سوى نصف الناتج العالمي.

ولكن سرعان ما تتغير هذه النسبة كما حدث في الصين عام ١٩٨٠م، حين غير دينج اكسيوبنج Deng XIAOPING مسار الاقتصاد الصيني، وفتح مصراعيه أمام قوى السوق، وانطلق بالمؤسسات الاقتصادية في الدولة نحو فترة النمو السريع والمستدام. وقد ارتفع نصيب الفرد من الدخل، بحيث تكافئ القوة الشرائية لعملات الولايات المتحدة والصين من ٢,١٪ على مستوى الولايات المتحدة عام ١٩٨٠م إلى ١٦,١٪ عام ٢٠١٠م. وبينما تمتلك الصين أربعة أضعاف عدد سكان الولايات المتحدة تقريباً، من المرجح أن تصبح الصين أكبر قوة اقتصادية على مستوى العالم، عندما يبلغ نصيب كل فرد فيها من الدخل ٢٥٪، مقارنةً بالولايات المتحدة، ومن المفترض أن يتحقق ذلك عام ٢٠١٦م. ومن ثم، يبلغ الاقتصاد الصيني ضعف حجم الاقتصاد في الولايات المتحدة عام ٢٠٢٥م، إذا استمرت حالة الزيادة المطردة في نصيب الفرد من الدخل في الدولتين بحسب المعدلات الأخيرة.

وبعد مرور عقد من الزمان، بدأت الصين مرحلة التطور السريع، وعلى خطاها تسير المرحلة الانتقالية في الهند، حيث اعتمد رئيس الوزراء الهندي ناراسيمها راو Narasimha Rao بالتنسيق مع وزير المالية مانموهان سينج Manmohan Singh مبادرة التحرر الاقتصادي (الليبرالية الاقتصادية) في الهند عام ١٩٩١م، وقد صاحب حركة الإصلاح إلغاء العديد من المتطلبات البيروقراطية، فضلاً عن تخفيض التعريفة الجمركية ومعدلات الفائدة والقضاء على الاحتكار. ومنذ ذلك الحين، تسارعت خُطى الهند على درب التقدم الاقتصادي. وبالرغم من أنها لم تصل بعد إلى المستوى الذي بلغته الصين، من المرجح أن يتجاوز إجمالي الناتج المحلي فيها نظيره في الولايات المتحدة في فترة ثلاثينيات القرن الواحد والعشرين، ومن ثم يتفوق على الناتج في الصين.



الشكل (٤-٣) الناتج المحلي الإجمالي العالمي (١٩٨٠م - ٢١٠٠م) حسب تنبؤات صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية والأمم المتحدة

يوضح الشـكل (٤-٣) كيفية تطور إجمالي الناتج المحلي على مسـتوى العالم، بحسب التوقعـات التي أفـاد بها صندوق النقد الدولي IMF ومنظمـة التعاون والتنمية OECD، حول نمو الإنتاجية وتوقعات الأمم المتحدة حول النمو السكاني في كل دولة، وفي عام ١٩٨٠م بلغت حصيلة إنتاج الدول المتقدمة ثلاثة أرباع الناتج العالمي، بحيث تنتج الولايات المتحدة ربـع الناتج. وفي الوقت الحالي، لا تنتج الدول المتقدمة سـوى نصف إجمالي الناتج المحلي على مسـتوى العالم، ومن المفترض أن تتراجع النسـبة خلال عشرين عاماً لتصل إلى الثلث، وفي نهاية هذا القرن سـوف تبلغ الربع فقط. وعلى النقيض من ذلك، ترتفع محصلة إنتاج الكيانات الاقتصادية الناشـئة، بحيث تبلغ ثلاثة أرباع الناتج المحلي على مسـتوى العالم في نهاية هذا القرن.

وفي سـياقٍ متصل، تجدر الإشـارة إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي في الصين والهند بدرجة ملحوظـة. وفي الصين ارتفع إجمالي الناتج المحلي من ٢٪ من الناتج العالمي عام ١٩٨٠م إلى ١٦٪ في وقتنـا هذا، ومن المتوقع أن يصـل إلى ٣٢٪ عام ٢٠٣٢م، قبل أن يتراجع إلى ١٤٪ في نهايـة القرن نتيجة لسياسـة الطفل الواحد، بجانب حقيقة تقدمهـا ببطء، في حين يقترب معدل الناتج المحلي للفرد الواحد من الدول المتقدمة. وفي الهند ارتفع معدل الناتج المحلي مـن ٣٪ مـن الناتج العالمي عام ١٩٨٠م إلى ٦٪ في وقتنا هذا، ومن المتوقع أن يصل إلى ١١٪ عـام ٢٠٣٢م. ومـن المرجح أن يتفوق اقتصاد الهند على اقتصـاد الصين عام ٢٠٦٠م؛ نظراً لارتفاع معدل النمو السـكاني بها، مما يؤهلها لإنتاج ربع الناتج المحلي على مسـتوى العالم اعتباراً من ٢٠٤٠م وحتى نهاية القرن.

لا تـزال أفريقيا تحتل موقعاً صغيراً في خريطة الاقتصاد العالمي حتى عام ٢٠٧٠م، حيث بدأت تسرع خُطاها في التوسـع الاقتصادي حتى بلغت ١٤٪، وهو ما يعادل حجم اقتصاد الصـين في نهاية القرن. ومن الجدير بالذكر أن الفرضيـات التي تتوقع النمو الاقتصادي في أفريقيـا متحفظـة إلى حدٍ ما، كما أنها تقلل من شـأن أفريقيا في النصـف الثاني من القرن الحالي. وبالتالي، يصعب تحديد موعد ونقطة انطلاق الاقتصاديات المتخلفة النمو، على غرار ما حققته الصين في الثمانينيات تليها الهند بعد عشر سنوات. وخلال الفترة الراهنة، يتوقع صندوق النقد الدولي ارتفاع معدل النمو بحوالي ٥٪ في جنوب صحراء أفريقيا، وهي نسـبة أكبر مما تحققه الدول المتقدمة، ولكنها أقل بكثير من معدلات النمو في آسيا. ومع الوضع بالاعتبـار فرضية أن تضم أفريقيا ما يقرب من ثلث تعداد العالم في نهاية القرن الحالي (مما يشـير إلى تراجع معدل الخصوبة في أفريقيا خلال هذه الفترة)، وقُدرتها على تحقيق النمو السريع، بإمكان هذه القارة التفوق على آسيا لتصبح أكبر منتج على مستوى العالم.

ومن ناحية أخرى، يؤكد بعض الباحثين المكانة الهامة للدول الناشئة في خريطة الاقتصاد العالمي، ويفترض هومي كارا من مركز تطوير منظمة التعاون والتنمية ارتفاع نسبة الطبقة المتوسـطة، والتي تضم الأفراد الذين تتراوح دخولهم ما بـين ٣,٦٥٠ دولاراً و٣٦,٥٠٠ دولار سـنوياً، بنسـبة تتجاوز ٣ بليون أو ١٧٠٪ خلال الفترة الممتدة بين عامي ٢٠٠٩م و٢٠٣٠م[٨]، كـما يزداد معـدل إنفاقهم بحوالي ١٥٠٪ بما يعـادل ٣٤ تريليـون دولار، أي ضعف حجم الاقتصاد الحالي في الولايات المتحدة، ومن المحتمل أن تحقق آسيا أكثر من ٨٠٪ من معدلات

النمو. وفي المقابل، يكاد يرتفع معدل إجمالي النفقات في أوروبا الغربية والولايات المتحدة عبر الفترات الزمنية المختلفة.

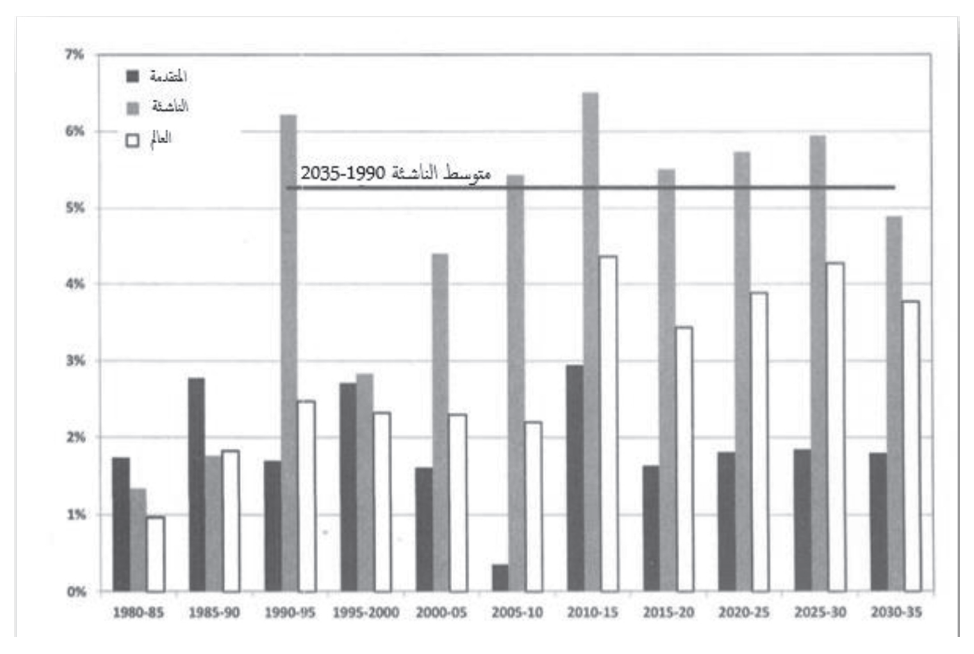
لا شـك أن نمو الكيانات الاقتصادية الناشئة يعكس أثراً بالغاً على الدول المتقدمة. أولاً، يتم إنتاج العديد من السـلع التي يطلبها المتقاعدون في الدول المتقدمة على يد العمال في الدول الناشئة، والاستفادة من الدخل المكتسب مقابل بيع تلك السلع لرفع معدل استهلاك العاملين وزيادة مدخراتهم. ومن الجدير بالذكر أن الشعب الآسيوي مدخر بطبيعته، حتى في الدول الغنية وذات الشـيخوخة العالية مثل اليابان، حيث تبلغ معدلات الادخار المحلي ٢٥٪ تقريباً، وتتجاوز هذه النسبة معدل الادخار في الكيانات الاقتصادية الغربية، كما تفوق ضعف معدل الولايات المتحدة.

ومن المفترض أن تؤدي زيادة المدخرات عن طريق المسـتثمرين في الكيانات الاقتصادية الناشـئة، إلى تجنب استحواذ الأصول التي يبيعها المتقاعدون من جيل الطفرة على الأسواق الماليـة في الدول المتقدمة. وغالباً ما ينطبق السـيناريو (ب) في الشـكل (٤-٢) على سـن التقاعد بالولايات المتحدة، في حال بلغ متوسط نمو الإنتاجية في الأسواق الناشئة ٤,٥٪ سنوياً على مدار النصف المقبل من القرن، بما يعادل قيمة المتوسط عام ١٩٩٠م.

ومما لا شك فيه أن السيناريو (ب) لا يسمح بتراجع سن التقاعد أو تثبيته عند ٦٢ سنة، في حين يثبت عدد السـنوات التي يمضيها العامل المعتـاد في مرحلة التقاعد من خلال رفع سن التقاعد، بما يضاهي معدل الزيادة في متوسط العمر المتوقع.

يوضح الشكل (٤-٤) معدلات نمو الإنتاجية الماضية والمتوقعة في المستقبل في الدول المتقدمة والنامية، بدايةً من عام ١٩٨٠م حتى ٢٠٣٥م، وقد كان معدل نمو الإنتاجية حوالي ٥٪ بالنسـبة للكيانات الاقتصادية الناشئة خلال الـ ٢٠ سنة الماضية التي شهدت فترة الركود العظيم.

هـل من الممكن أن يسـتمر الانخفاض في سـن التقاعد في دول العـالم المتقدم؟ يعرض السـيناريو (ج) احتمالات متفائلة، قد تسـود حين تواكب سرعة نمـو الكيانات الاقتصادية الناشـئة معدل ٩٪، والذي حققته الصين على مدار ٢٠ عاماً ماضية. وفي هذه الحالة، يمكن تلبيـة احتياجـات المتقاعدين من جيـل الطفرة في الدول المتقدمة، مـن خلال فيض إنتاج السلع والخدمات في الدول النامية. ومن المرجح أن يستمر تراجع سن التقاعد في الولايات المتحدة، مما يؤدي إلى زيادة فترة التقاعد لتتجاوز ٢٦ سنة بحلول عام ٢٠٦٠م.



الشكل (٤-٤) نمو الإنتاجية التاريخي والمتوقع في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، ١٩٨٠م - ٢٠٣٥م

الاقتصاديات الناشئة تستطيع سد الفجوة:

يطرح الكاتب في بداية الفصل سؤالاً رئيسياً: من المسؤول عن إنتاج السلع وتوفير الخدمات التي يحتاجها الأفراد المتقاعدون؟ ومن يرغب بشراء الأصول التي يخططون لبيعها بغرض تمويل احتياجاتهم الاستهلاكية في مرحلة التقاعد؟

ندرك الآن أن إجابة السؤال هي العمال والمستثمرين في الدول النامية، حيث يبيعون إنتاجهم إلى الدول المتقدمة ويخصصون بعض العائدات لشراء الأسهم والسندات التي يملكها المتقاعدون من جيل الطفرة. وبالتالي، يمكن تخفيف موجة الشيخوخة مع مراعاة النمو الاقتصادي. ومن المرجح أن تنتقل حيازة معظم الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات في الولايات المتحدة وأوروبا واليابان إلى المستثمرين في الدول النامية، في ظل استمرار المعدلات السريعة للنمو. وفي منتصف القرن الحالي، قد يحصل المستثمرون في الصين والهند وغيرها من الكيانات الناشئة على معظم سندات الملكية لكبرى الشركات العالمية.

ربما يتساءل البعض عن سبب إقبال المستثمرين في الكيانات الاقتصادية الناشئة على شراء الأصول الغربية، في حين يتسارع معدل النمو في بلادهم، وقد يرجع السبب إلى عدم ارتباط الشركات في البيئة العالمية ببلد المنشأ، وعادةً ما يؤدي نمو الأسواق الناشئة إلى إتاحة الفرصة أمام الطبقة المتوسطة الجديدة لتسويق الشركات الغربية، كما يساهم نمو الاقتصاديات الناشئة في وضع مطالب هائلة على عاتق البنية التحتية. وعلاوةً على ذلك، تقدر البنية التحتية التي يتم إنفاقها في الاقتصاديات الناشئة ما بين ٢٪ و٣٪ من إجمالي الناتج المحلي على مستوى العالم خلال العشرين سنة المقبلة، وتعادل هذه القيمة أكثر من ٢ تريليون دولار سنوياً، وتتصدر الولايات المتحدة قائمة المستفيدين من هذه النفقات[٩].

تجدر الإشارة إلى بعض الشكوك فيما يتعلق بانجذاب المستهلكين في الكيانات الاقتصادية الممتدة إلى أسماء الماركات التجارية، وبخاصة أسماء الماركات الغربية، ويتضح ذلك في تقرير أفضل الماركات العالمية عام ٢٠١٣م، والذي أعدته شركة انتربراند الاستشارية التابعة لمجموعة أومنيكوم، ويصنف التقرير ١٠٠ ماركة هي الأكثر قيمة، وفقاً لمعايير تتضمن الأداء المالي وأثر الماركة على خيارات المستهلكين، ودورها في تعزيز مكاسب مالكيها، وتنتمي ٧ ماركات إلى شركات مقرها الولايات المتحدة (آبل، جوجل، كوكاكولا، اي.بي.ام، مايكروسوفت، جي.اي، ماكدونالد)، بالإضافة إلى ١٤ ماركة من ضمن أفضل ٢٠ ماركة.

ما هي الآثار المترتبة على خروج الشركات الغربية من ميدان المنافسة في السوق العالمية؟ في هذه الحالة يتدخل المنافسون الأجانب لسد هذه الفجوة، ومن المرجح أن يشتري المستثمرون الأجانب تلك الشركات الغربية التي تحمل ماركة معروفة. ومن ثم، يوفر هؤلاء المستثمرون الخبرة اللازمة للبيع في الأسواق الأجنبية.

هل يستطيع نمو الإنتاجية المواكبة؟

عادة ما يوجه نمو الإنتاجية مستوى المعيشة[١٠]، ويستند النمو السريع في الإنتاجية إلى استعارة واستخدام الوسائط التكنولوجية التي طورتها الكيانات الاقتصادية الأكثر تقدماً.

وبالرغم من ذلك، يعتمد نمو الإنتاجية في الدول المتقدمة على الابتكار والاختراع، حيث تعمل تلك الكيانات بالفعل في حدود تكنولوجيا العقل - التقني. وقد ارتفع معدل الإنتاجية

في الدول المتقدمة بنسب ثابتة تتراوح ما بين ٢٪ إلى ٢,٥٪ سنوياً، ويعني ذلك أن مستوى المعيشة يتضاعف كل ٣٥ عاماً[١١].

وبالرغم من ذلك، يعتقد بعض خبراء الاقتصاد، مثل: أ. روبرت جوردون Robert Gordon بجامعة نورث ويسترن Northwestern University أن نمو الإنتاجية يرجع إلى تدهور الأوضاع في الولايات المتحدة[١٢]، وقد سلط الضوء على أسباب تدهور الأوضاع من بين عدد من الأسباب أهمها: شيخوخة السكان وتفاوت مستوى الدخل وتعثر الإنجازات الدراسية. فيما عدا من يشكل منهم ١٪ من الطبقة الأعلى دخلاً، يفترض جوردن بأن معظم سكان الولايات المتحدة يحصلون على معدل نمو ٥٪ سنوياً، وأقل من الربع على متوسط المدى الطويل.

ويردد الخبراء الآخرون النظرة التشاؤمية لجوردن، ويؤكدون أن الاكتشافات التكنولوجية لم تعد تؤثر في مستوى معيشة الأفراد بنفس درجة تأثيرها منذ قرن مضى. وعلاوةً على ذلك، يعتقد الخبير الاقتصادي تايلر كوين Tyler COWEN بجامعة جورج مايسون George Mason University، ومؤلف الركود العظيم، أن الدول المتقدمة قد بلغت الهضبة التكنولوجية واقتطفت ثمارها الدانية[١٣].

الجدول (٤-١) الابتكارات التى غيرت مجرى الحياة على مدار ١٠٠ سنة ماضية

1960-2010	1910-1960
تنظيم النسل	كهرباء
تليفون محمول	السباكة في الأماكن المغلقة
الإنترنت	غسالة
حاسوب شخصي	تبريد
	سيارة
	هاتف
	تلفزيون / أفلام
	أجهزة الكمبيوتر الكبيرة
	السفر جوا
	المضادات الحيوية / لقاحات
	الطاقة الذرية

ومن الواضح من الجدول (٤-١) بأن الابتكارات التي ظهرت في النصف الأول من تلك الفترة، أكثر أهمية من الابتكارات التي ظهرت في النصف الثاني فيما يتعلق بتحول حياة الفرد العادي[١٤].

ويعتقد البعض في وادي السـليكون أن الأوضاع في الولايات المتحدة في طريقها للهبوط. وإضافـة لذلك، أوضح بيتر ثيل (Peter Thiel) مؤسـس باي بـال (PayPal) أن الابتكار في أمريـكا قد بلغ مكانة ما بـين حالة يرثى لها والموت[١٥]. ومن ثـم، انتشر هذا المنظور حول الهبـوط بين الكثيرين في المحيط الاسـتثماري. وفي هذا السـياق، قـام بيل جروس ومحمد العريان (Bill Gross and Mohammed Wl-Erian) رؤساء شركة بيمكو، وهي من أكبر الشركات الاستثمارية، بإطلاق مصطلح «الجديد المعتاد» عام ٢٠٠٩م؛ لوصف حالة انخفاض النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة بنسبة تتراوح ما بين ١٪ إلى ٢٪ أي أقل من +٣٪، وهو معدل الانخفاض خلال فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية[١٦]. أيضاً، تبنّى مدراء اسـتثمارات آخرون هذا المصطلح تيمناً بجروس والعريان[١٧].

ولا يعني تباطؤ معدلات النمو في الولايات المتحدة بأن معدلات النمو تنخفض في بقية دول العـالم. وبالرغم من تواجد الابتـكارات التي غيرت مجرى الحياة في الدول المتقدمة، كما ورد في العامود الأول بجدول (٤-١)، بدأت تنتقل إلى الدول النامية للاسـتمتاع برفاهية الكيانات الاقتصاديـة المتقدمـة. وفي عام ٢٠٠٦م أفاد تقرير الأمم المتحـدة لتنمية الموارد البشرية أن ٢,٦ بليون نسـمة أو ٤٠٪ من تعداد سـكان العالم، لا يمتلكون شبكة داخلية لأنابيب الصرف الصحي، كما أن بلايين الأفراد محرومون من خدمات الكهرباء والتبريد والرعاية الصحية. وفي الواقـع، تغطي الزيادة في معدلات الدخل والـثروات العالمية على مدار العقود المقبلة الدول النامية، والتي تكتسب بدورها مستوى المعيشة السائد في الدول المتقدمة.

ولا أعتقـد أن معدل الإنتاجية في الدول المتقدمة يتجـه للانحدار، حيث تعمل الرقمنة والمعلومات المتوافرة على تحفيز سرعة نمو الإنتاجية.

وحين نسـتعرض الفـترات التاريخية، نلاحظ أن الابتكارات التي سـاهمت في تسـارع التواصل، مثل: اكتشـاف تساي لون ai Luns' Ts للورق في القرن الأول، وابتكار جوهانيس جوتنبرج Johannes Guttenberg's للطباعة في القرن الخامس عشر، تسبق فترات الاكتشاف والابتكار السريع[١٨]. وفي القرنين التاسع عشر والعشرين، ساهم التلغراف والهاتف في تعزيز معدلات النمو، من خلال تمكين أول اتصال فوري بين الأفراد عن بُعد.

وبالطبع، لا يوجد اكتشاف حديث يضاهي إنترنت لدعم الابتكار. وفي وقت لاحق، يمكن نشر كل شيء مدوّن أو مسجل، بواسطة شريط مسجل أو فيلم أو بصيغة مطبوعة أو رقمية

على شبكة الإنترنت، ولأول مرة في تاريخ البشرية تتجلى احتمالية الاتصال الحر، بدون قيود لكل باحث مع مجالات المعرفة العالمية في أي موضوع.

وعـلاوةً عـلى ذلـك، أجـرى أ. تشـارلز جونـز Charles Jones بجامعـة سـتانفورد Stanford University بحوثاً واسـعة النطاق حول نمـو الإنتاجية، وقد صرح أن ٥٠٪ من معدلات نمو الولايات المتحدة خلال الفترة ما بين ١٩٥٠م و١٩٩٣م، ترجع إلى زيادة البحوث المكثفة على المسـتوى العالمي، ولا تقتصر على المسـتوى المحلي، كما أشـار في بحثه «موارد النمـو الاقتصـادي الأمريكي في عالم الأفكار» إلى أن نمو الإنتاجيـة يعتمد على تنفيذ الأفكار التي تم اكتشافها في مختلف أرجاء العالم، والتي تتناسب بدورها مع إجمالي تعداد السكان في الدول المبتكرة»[١٩].

وبالفعل، يرسـم واقع النمو في عدد الدول المبتكرة صورة مشرقة لآفاق المسـتقبل. وفي القـرن الماضي، احتكر الباحثـون الأمريكيون والأوربيون أكثر مـن ٩٠٪ من جوائز نوبل في مجـال العلوم، بالرغم من أنهم يمثلون فئة صغيرة من التعداد العالمي. وسرعان ما نشـهد تغيراً جذرياً كما يتضح في انفتاح الصين والهند فقط، بمعدل يتجاوز ضعف تلك الدول التي تتمتع بصلاحية الوصول إلى البحوث العالمية، فضلاً عن تلاشي حواجز اللغة ودور الوسـائط التكنولوجية في تعزيز الاتصال الفوري. ويشـير ذلك إلى عدم تراجع معدلات نمو الإنتاجية، بل يؤكد زيادتها خلال العقود القادمة[٢٠].

الخلاصة:

لابد من ارتفاع سـن التقاعد بدرجة تفوق زيادة متوسط العمر المتوقع، في حين تعتمد الـدول ذات الدخـل المرتفع ومن بينها الولايـات المتحدة على العمالـة الخاصة بها فقط؛ لإنتاج السـلع وتوفـير الخدمات التي يحتاجها تعداد السـكان كبار السـن. وبينما يرتفع معدل الإنتاجية في الكيانات الاقتصادية النامية، يتوافر عدد كافٍ من العمال لإنتاج السـلع وتوفير الخدمات، وكذلك المدخرون الذين يشـترون الأصـول الخاصة بالمتقاعدين من جيل الطفرة، بمعدل زيادة طفيف في سن التقاعد. وغالباً ما يؤدي هذا النمو إلى اقتراب العوائد التاريخية للأسهم من المستويات التاريخية.

ومن الواضح أن هذا السيناريو قد يخفق؛ نظراً لمواجهته العديد من الصعوبات، مثل: الحروب التجارية، والقيود المفروضة على تدفق رأس المال، وتراجع السياسات المؤيدة للنمو في آسيا وغيرها من الدول، مما ينعكس سلبياً على كلٍ من الاقتصاد وعائدات الأسهم. وعلى الصعيد الآخر، لا يمكن تجاهل الأسباب التي تؤكد نمو الإنتاجية على نحو مطرد، ولا يقتصر على الدول النامية فقط، بل يشمل الكيانات الاقتصادية المتقدمة أيضاً. وعلاوةً على ذلك، أتاحت ثورة الاتصالات الفرصة أمام الباحثين للتعاون وتنسيق الجهود مع بعضهم، في سابقة لم تشهدها السنوات القليلة الماضية، ويوجه هذا الإطار التعاوني جهود الاستكشاف والابتكار والاختراع. وفي هذا السياق، أوضح فيد تشيرمان بين بيرنانك Fed Chairman Ben Bernanke في خطاب تخرجه عام ٢٠١٣م، في كلية بارد (Bard) بجامعة سيمون روك College at Simons Rock، أن كلاً من القدرة البشرية على الابتكار ودوافع الابتكار في الوقت الحالي، تفوق أيًّا من معدلاتها في الفترات التاريخية السابقة[٢١].

الهوامش:

1. Pew Research Center, “The Impact of Long-Term Unemployment,” July 26, 2010.
2. This comes from the National Center for Health Statistics: National Vital Statistics Reports, www.cd.gov/nchs. Nonwhite life expectancies have lagged that of whites, but the difference is narrowing and is now about 4 years.
3. James Vaupel, “Setting the Stage: A Generation of Centenarians?,” Washington Quarterly, vol. 23, no. 3 (2000), pp. 197-200.
4. “Forever Young.” Economist, page 15, March 27, 2004.
5. Pauline Givord and Jean-Yves Fournier, “Decreasing Participation Rates for Old and Young People in France,” Institute of Economics and Statistics, 2001.
6. Of course, individuals could retire earlier than this if they curtail their consumption sufficiently during their retirement period. The retirement period noted above is derived assuming that retirees consume at a rate of 80 percent of their level before retirement.
7. See Robert D Arnott and Denis B Chaves, “Demographic Changes, Financial Markets, and the Economy” Financial Analysts Journal, vol. 68, no. 1 (January/ February 2012), p. 23; and Zheng Liu and Mark M. Spiegel, “Boomer Retirement: Headwinds for U.S. Equity Markets?,” Federal Reserve of San Francisco Economic Letter, August 22, 2011. The first popular work that described the impact of demo-graphics on stock prices was written by Harry Dent, The Great Boom Ahead, in 1989. His dire predictions based on individual-country demographics are revealed in The Great Depression Ahead, published in 2009.
8. Homi Khara, The Emerging Middle Class in Developing Countries, Working Paper No. 285, OECD Development Centre 386.
9. Charles Tansey, "Expanding U.S. Sales Overseas with Export Financing," Trade and Industry Development, February 29, 2012, http://www.tradeandindustrydev.com/industry/manufacturing/expanding-us-sales-overseas-export-financing-6169
10. In the United States, productivity is defined as output per hour worked, although in Europe it is often defined as output per worker.
11. Productivity growth was slightly higher immediately following World War II, but since 1960, productivity growth in the United States has shown no significant downward trend.
12. Robert Gordon, “Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts Industry Development, February 29, 2012, http://www.tradeandindustrydev.com /Industry Manufacturing/ expanding-us-sales-overseas-export-financing-6169 Europe it is often defined as output per

worker since 1960, productivity growth in the United States has shown no significant downward trend Six Headwinds," NBER #18315, August 2012, For a rejoinder, see the response by John Cochrane of the University of Chicago in his blog at http://johnhcochrane blogspot.com/2012/08/gordon-on-growth.html.

13. Tyler Cowen, The Great Stagnation: How America Ate All the Low-Hanging Fruit of Modern History, Got Sick, and Will (Eventually) Feel Better, New York: Dutton Adult, 2011.
14. These are not the dates when these items were discovered but when they became operational or widespread in the general population in the United States and most other advanced economies.
15. As quoted in The Economist, January 12, 2013, p. 21.
16. El-Brian wrote The New Normal which appeared in May 2009 monthly PIMCO Newsletter, and Bill Gross followed up a month later with "Staying Rich in the New Normal," where he specified the growth parameters in the new normal.
17. Jeremy Grantham of GMO and Christopher Brightman of Research Affiliates.
18. Michael Rothschild, Bionomics, New York: Henry Holt, 1990.
19. Charles L. Jones, "Sources of US. Economic Growth in a World of Ideas," American Economic Review, vol. 92, no. 1 (March 2002), p 234; and Charles I. Jones and Paul M. Romer, The New Kaldor Facts: Ideas, Institutions, Population, and Human Capital, American Economic Journal: Macroeconomics, vol. 2 (January 2010), pp. 224-245.
20. For another optimistic take, see Martin Neil Baily, James M. Manyika, and Shalabh Gupta, "U.S. Productivity Growth: An Optimistic Perspective" International Productivity Monitor, Spring 2013, pp. 3-12.
21. Ben Bernanke, Graduation Address, Bard College at Simon's Rock, MA, May 18 2013.

الجزء الثاني
حكم التاريخ



الفصل الخامس
عوائد الأسهم والسندات منذ عام ١٨٠٢م

«اعلم أنه لا يمكن الحكم على المستقبل إلا من خلال الماضي».

باتريك هنري، ١٧٧٥م من خطابه في مؤتمر فرجينيا،

٢٣ مارس ١٧٧٥م.

بيانات متعلقة بسوق المال منذ عام ١٨٠٢م وحتى الوقت الحاضر:

يتناول هذا الفصل تحليل عوائد الأسهم والسندات، وغيرها من الأصول على مدار القرنين الماضيين. وهنا، يمكن القول: إن تاريخ الولايات المتحدة ينقسم إلى ثلاث مراحل: المرحلة الأولى استمرت من ١٨٠٢م إلى ١٨٧٠م، وقد انتقلت فيها الولايات المتحدة من مرحلة الاقتصاد الزراعي إلى الاقتصاد الصناعي، وهذا التغيير يشبه ما تقوم به الكثير من «الأسواق الناشئة» في قارتي أمريكا اللاتينية وآسيا في العصر الحالي. أما المرحلة الثانية، والتي استمرت من ١٨٧١ إلى ١٩٢٥، فقد أصبحت فيها الولايات المتحدة القوة السياسية والاقتصادية العظمى على مستوى العالم، في حين أن المرحلة الثالثة، والتي تمتد من ١٩٢٦م وحتى وقتنا هذا، ساد الكساد الكبير وتوسع ما بعد الحرب، والتقدم الهائل في تكنولوجيا المعلومات والأزمة المالية التي ظهرت في ٢٠٠٨م.

وفي الحقيقة، لم يقع الاختيار على هذه الفترات الزمنية بسبب أهميتها التاريخية فقط، بل لأنها تحدد أيضاً نقاط فاصلة في جودة وشمولية البيانات التاريخية المتعلقة بعوائد الأسهم. ومن أصعب بيانات عوائد الأسهم التي تم جمعها، هي تلك الخاصة بالفترة من ١٨٠٢م إلى ١٨٧١م؛ وذلك لأنه لم يتم الحصول إلا على القليل من بيانات الأرباح الخاصة بتلك الفترة، حيث استعنتُ في الطبعات السابقة من كتاب «الأسهم في المدى الطويل» بأحد مؤشرات أسعار الأسهم، بناءً على البحث الذي أجراه الأستاذ ويليام شويرت William Schwert[١]، ولكن هذا البحث لم يشتمل على بيانات الأرباح. لذلك، قمت بتقدير قيمة حصيلة الأرباح

بواسـطة بيانات الأرباح ومعلومات تخص الاقتصاد الكلي، والتي تنتمي إلى المرحلة الثانية، وقـد لاحظت أن حصيلة الأربـاح التي حصلت عليها من أجل المرحلـة الأولى، تتوافق مع المعلومات التاريخية الأخرى التي نُشرت حول حصيلة الأرباح في المراحل المبكرة[٢].

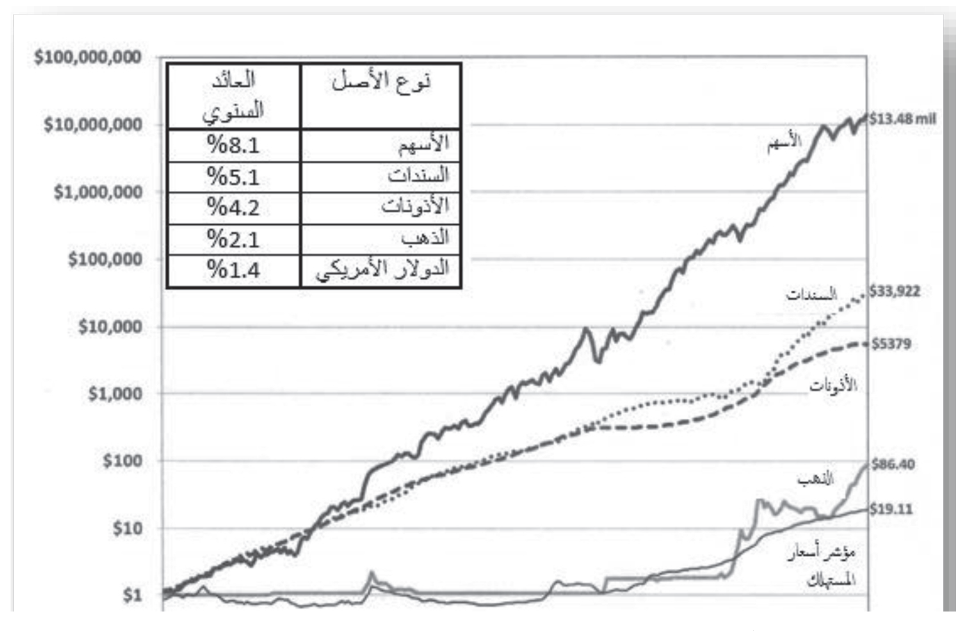
وفي عام ٢٠٠٦، قام اثنان من أهم الباحثين في مجال عوائد الأسـهم بالولايات المتحدة - بيـل جوتزمـان Goetzmann وروجر إيبوسـتون Roger Ibbotson مـن جامعة «يال» Yale University - بنشر أفضل وأشمل الأبحاث المتعلقة بعوائد الأسهم قبل عام ١٨٧١م[٣]، حيـث نجح هذا البحث - الذي اسـتغرق إجراؤه أكثر من عقد كامل - في تحديد الأسـعار الشـهرية وبيانـات الأرباح لأكثر من ٦٠٠ سـندٍ مالي، عـلى مدار قرن أو أكـثر من بيانات الأسـهم. وبالنسبة لعوائد الأسهم السـنوية، التي تصل إلى ٦,٩٪ التي استعنت بها في هذا العـدد فيما يخص الفترة من ١٨٠٢م - ١٨٧١م، فإنها تعتمـد على هذا البحث الذي أجراه جوتزمان Goetzmann وإيبوسـتون Ibbotson، وهي تقل عن تقديراتي السـابقة لعوائد الأسهم الخاصة بأوائل القرن التاسع عشر بمقدار ٠,٢٪ فقط[٤].

وخلال الفترة من ١٨٧١م وحتى ١٩٢٥م، تم احتساب عوائد الأسهم بواسطة مؤشر القيمة المرجحة الخاص بجميع الأسهم في بورصة نيويورك (بما في ذلك الأرباح التي يعاد استثمارها مرة أخرى)، كما يتم اسـتخلاصها من المؤشرات الجيدة التي وضعتها مؤسسة كاولز وأعلنها شـيلر[٥]. وتعد البيانات الخاصة بالفترة الثالثة - منذ عام ١٩٢٥م وحتى عصرنا الحالي - من أكثر البيانات التي تم بحثها، وتم الحصول عليها من مركز أبحاث أسـعار السندات. وتشير هذه العوائد إلى مؤشر القيمة المرجحة الخاص بجميع الأسـهم في بورصة نيويورك، وكذلك الأسهم الخاصة بجميع المواطنين الأمريكيين وجمعية ناسداك، وذلك اعتباراً من عام ١٩٦٢م. كما قام روجر إيبوسـتون Ibbotson Roger أيضاً - صاحب الكتب السنوية التي أصبحت بمثابة معايير ثابتة لعوائد الأصول الأمريكية منذ عام ١٩٧٢م[٦] - ببحث سلوك عوائد الأسهم والسـندات منذ عام ١٩٢٥م، وتعتبر جميع عوائد الأسـهم والسـندات المشار إليها في هذا العـدد - بما في ذلك تلك التي تخص مرحلة أوائل القرن التاسـع عشر - خالية من «التحيز من أجل البقاء»، حيث ظهر هذا التحيز فقط عند الإشارة إلى عوائد الشركات التي كُتب لها البقاء، وتجاهل العوائد الضعيفة للشركات التي اختفت مع مرور الزمن.

عوائد إجمالي الأصول:

يروي لنا الشـكل رقم (٥-١) قصـة هذه الأصول، حيث يوضح صـورة لمؤشرات عوائد الأسـهم (دون تعديل نسـب التضخم) والسـندات الحكومية طويلة الأجل وقصيرة الأجل، والذهب والسلع منذ عام ١٨٠٢م وحتى عام ٢٠١٢م، ويشتمل العائد الكلي على تغيرات في قيمـة رأس المال، بالإضافة إلى الفوائد أو الأرباح، بافتراض أن جميع المبالغ النقدية هنا يتم إعادة استثمارها تلقائياً في نفس الأصول.

ويمكننا أن نلاحظ بكل وضوح أن إجمالي العوائد الخاص بالأسـهم العادية خلال القرنين الماضيين، كان هو السـائد على جميـع الأصول الأخرى، حيث إن الـدولار الواحد الذي تم استثماره في سندات القيمة المرجحة عام ١٨٠٢م - مع إعادة استثمار الأرباح - كان ليتضاعف حتى يصبح ١٣,٥ مليون دولار تقريباً بحلول نهاية عام ٢٠١٢م، حتى انهيار الأسهم الكارثي عام ١٩٢٩م - والذي أدى إلى هروب المسـتثمرين من شراء الأسهم - بدا وكأنه مجرد نقطة صغيرة في مؤشر إجمالي عوائد الأسـهم. كما أن الأسـواق الهابطة التي تخشى بشدة أولئك القائمين على استثمارات الأسهم العادية، قد تَبدّد أثرها في ظل الصعود الهائل لعوائد الأسهم.



الشكل (٥-١) إجمالي العوائد الاسمية والتضخم، ١٨٠٢م - ٢٠١٢م

ومــن الــضروري أن نعلم حقيقة أن إجمالي عوائد الأســهم الموضح في الشــكل (٥-١)، لا يعــبر عن نمو إجمالي القيمة الخاصة بســوق الأســهم الأمريكية، حيــث إن الأموال التي يتم اســتثمارها في الأســهم تزداد بمعدل أكثر بطئاً من معدل زيادة إجمالي عوائد الأســهم. ويرجع السبب في نمو إجمالي العوائد بشكل أسرع من عوائد الأسهم، إلى إنفاق المستثمرين لمعظم الأرباح التي يحصلون عليها من الأســهم. وبالتالي، لا يعاد استثمار هذه الأرباح مرة أخرى، ولا تســتطيع الشركات اســتغلالها في تكوين رأس المال، حيث يتطلب الأمر استثمار ١,٣٣ مليــون دولار فقــط في البورصة عــام ١٨٠٢م كي تنمو - مع إعادة اســتثمار الأرباح - لتصبح ١٨ تريليون دولار تقريباً، وهو إجمالي قيمة الأسهم بالولايات المتحدة عند نهاية عام ٢٠١٢م، أي أن مبلغــاً قدره ١,٣٣ مليون دولار عــام ١٨٠٢م يكافئ تقريباً ٢٥ مليون دولار في عصرنا الحالي من حيث القوة الشرائية، وهذا المبلغ أقل بكثير من قيمة ســوق الأسهم في ذلك الوقت[٧].

وبالرغم من أن النظرية المالية (واللوائح الحكومية) تنص على حســاب إجمالي العوائد مع الأرباح، التي تم إعادة اســتثمارها (أو غيرها مــن المبالغ النقدية)، إلا أنه من النادر أن نجد شــخصاً يقوم باســتثمار ثروته لفترات طويلة من الزمن، دون إنفاق جزء من العوائد الخاصة به، حيث إن أطول فترة زمنية مرت على المستثمرين الذين عادةً ما يحافظون على الأصول دون أن يمسوا رأس المال والعائد، هي تلك الفترة التي يقومون فيها باستثمار ثروتهم في خطط التقاعد؛ من أجل فترة ما بعد التقاعد أو في وثائق التأمين التي تنتقل إلى ورثتهم. حتــى أولئك الذين يوصــون بعدم مس ثرواتهم أثناء وجودهم عــلى قيد الحياة، يجب أن يعلمــوا جيــداً أن هذه الثروات المتراكمة، غالبــاً ما يتم تبديدها في الجيــل التالي، أو تقوم المؤسســات التي انتقلت إليها الثروة بإنفاقها، والبورصة لديهــا القدرة على تحويل الدولار الواحد إلى ملايين الدولارات بمســاعدة صبر الأجيال، ولكن هناك القليل فقط ممن يملكون الصبر أو الرغبة في تحمل الانتظار.

أداء السندات على المدى البعيد:

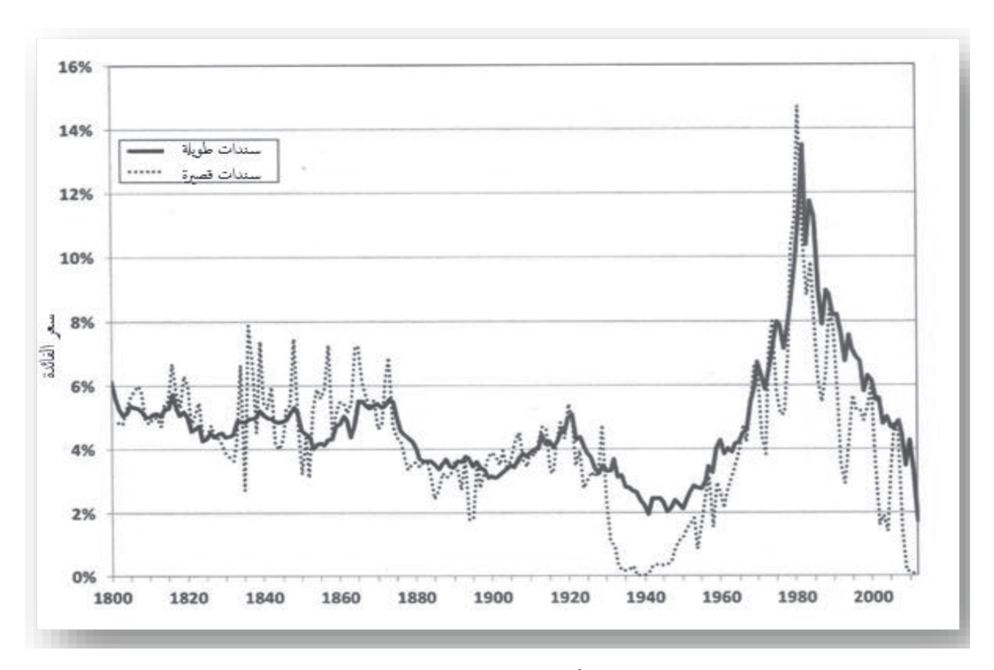
تعتبر الاســتثمارات ذات العوائد الثابتة أكبر وأهم الأصول المالية التي تنافس الأســهم، حيث تضمن الســندات عوائد نقدية ثابتة على الدوام. وعلى عكس الأسهم العادية، نجد

أن المبالغ النقدية التي تنتج عن الســندات لها حد أقصى من القيمة النقدية، يتم تحديده وفقاً لشروط وأحكام العقد. أما في حالة الخسارة، فلا تختلف عوائد السندات عن ربحية الشركة.

وتعتمد سلسلة السندات الموضحة في الشكل رقم (٥-١) على سندات الخزانة الأمريكية طويلة الأجل وقصيرة الأجل إذا كانت متاحة، أما إذا لم تكن متوفرة كما حدث في بعض من الســنوات الأولى من هذا النموذج، يتم اختيار الســندات المحلية الأعلى درجة، ويتم تقدير المبالغ الإضافية وحذفها من ســعر الفائدة الخاص بالسندات المالية ذات الخطورة العالية؛ وذلك للحصول على نموذج رائع لبقية هذه الفترة[٨].

يوضح لنا الشــكل (٥-٢) أســعار الفائدة للســندات طويلة الأجل وقصيرة الأجل (التي تعرف بالأوراق المالية) خلال فترة مدتها ٢١٠ ســنة، حيث نلاحظ أن تقلبات ســعر الفائدة خــلال القرن التاســع عشر وأوائل القــرن العشرين تظل في نطاق محــدود، ولكن منذ عام ١٩٢٦م وحتى عصرنا الحالي، نجد أن ســلوك أسعار الفائدة طويلة الأجل وقصيرة الأجل قد تغير بصورة كبيرة. فقد انخفضت أســعار الفائدة قصيرة الأجل أثناء فترة الكســاد الكبير في الثلاثينيــات لتقترب من الصفر، وفي أكتوبر ١٩٤١م هبط عائد ســندات الخزانة التي مدتها ٢٠ عاماً ليسجل أقل من ١,٨٢٪. ولتمويل سجل القروض الخاصة في زمن الحروب، حرصت الدولة على انخفاض أســعار الفائــدة على غير المعتاد أثناء الحــرب العالمية الثانية، وخلال السنوات التالية للحرب مباشرة.

وقد ســجلت فترة الســبعينيات تغيراً غير مسبوق في سلوك أســعار الفائدة، حيث بلغ التضخم مســتوياتٍ مضاعفة، وقفزت أسعار الفائدة لدرجة أنها لم تعد ظاهرة منذ تراجع قيمة العملة القارية، خلال الســنوات الأولى مــن عمر الجمهورية، ولم يحدث أن ارتفعت معدلات التضخم - وبالتالي أســعار الفائدة - بهذا القدر من قبل، واســتمرت هكذا لفترة طويلة.



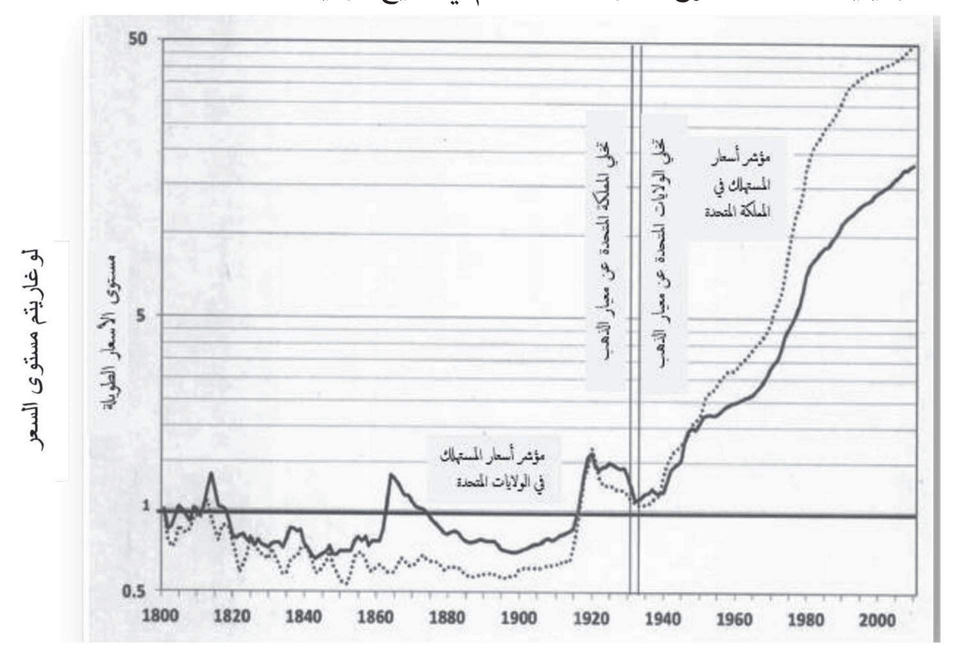
الشكل (٥-٢) معدلات الفائدة الأمريكية الطويلة والقصيرة المدى، ١٨٠٠م - ٢٠١٢م

غضب الشـعب مما فعلته الحكومــة، عندما قررت إبطاء معدل ارتفاع الأسـعار، وقد اسـتجاب بول فولكر لهذه الصيحة الغاضبة - وهــو رئيس النظام الاحتياطي الفيدرالي منذ عــام ١٩٧٩م، حيــث جعل الفوائــد تصل إلى ٢٠٪ تقريبــاً. وفي النهايــة، تمكن من خفض معدلات التضخم وأسـعار الفائدة حتى مستويات معتدلة. ويرتبط التغير في سلوك أسعار الفائدة ارتباطاً مباشراً بالتغيرات الخاصة بالعوامل التي تحدد مستوى الأسعار.

الذهب والدولار والتضخم:

يعرض الشكل (٥-٣) أسعار المستهلك في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة على مدار ٢٠٠ عامٍ ماضية، حيث بلغ مسـتوى الأسـعار في كل مــن الدولتين عند بداية الحرب العالميــة الثانية، نفس المســتوى الذي كان عليــه قبل ذلك بحوالي ١٥٠ عامــاً. ولكن بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية، تغيرت طبيعة التضخم بشــكل ملحوظ. فقد ظلت الأســعار ترتفع بشــكل مســتمر بعد الحرب، وفي معظم الأحيان كان هذا الارتفــاع تدريجياً، ولكن

أحياناً كانت الأسـعار تتضاعف كما حدث في السـبعينيات. وباستثناء فترة الحرب، نجد أن السبعينيات شهدت أسرع وأطول فترة تضخم في تاريخ الولايات المتحدة أو المملكة المتحدة.



الشكل (٥-٣) مؤشر أسعار المستهلك في المملكة المتحدة وأمريكا، ١٨٠٠م - ٢٠١٢م

ويمكن أن يكون السـبب في هذه التغيرات الهائلة في معدلات التضخم هو تغير المعيار النقدي. وخلال القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، كانت الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وبقية الدول الصناعية الأخرى يسـتخدمون معيار الذهب. وكما رأينا في الشـكل (٥-١) الارتباط الوثيق بين سـعر الذهب ومستوى الأسعار أثناء تلك الفترة، وهذا يرجع إلى أن معيار الذهب يقيد عملية ضخ النقود، مما يساعد على التحكم في معدل التضخم. ولكن خلال فترة الكسـاد العظيم والحرب العالمية الثانية، تحول العالم إلى استخدام معيار النقود الورقيـة، وفي هـذا المعيار لا توجد قيود قانونية تخص إصـدار النقود. لذلك، فإن التضخم يخضع للقوى السياسية والاقتصادية أيضاً. ويعتمد ثبات الأسعار على رغبة البنوك المركزية في الحـد من زيادة ضخ النقود؛ وذلك لمواجهة العجز في الإنفاق وغيرها من توابع التضخم التي تنتج عن الإنفاق الحكومي والقانون[٩].

ولكن التضخم المزمن الذي عانت منه الولايات المتحدة وغيرها من الدول المتقدمة منذ الحــرب العالمية الثانيــة، لا يعني بالضرورة أن معيار الذهب قــد تفوق على معيار النقود الورقيــة، حيــث إن معيار الذهب كان مســتبعداً؛ نظراً لأنه لا يتميــز بالمرونة في مواجهة الأزمــات الاقتصاديــة، وخاصة أثناء انهيار النظام المــصرفي في الثلاثينيات. أما معيار النقود الورقية - إذا تم استخدامه بشكل صحيح - يمكنه الحد من التهافت على المصارف، والكساد الاقتصادي الذي أصاب معيار الذهب، عند الإبقاء على التضخم في مستوى معتدل.

وللأســف، لم يتم إدارة السياســة النقدية بالشكل المناســب، مما أدى إلى ارتفاع أسعار الذهب إلى ٨٥٠ دولاراً للأونصة في يناير ١٩٨٠م، وذلك بعد التضخم السريع الذي حدث في السبعينيات. وعندما تم التحكم أخيراً في معدلات التضخم، بدأت أسعار الذهب في الهبوط، ولكنها عاودت الارتفاع مرة أخرى بعد الأزمة الاقتصادية عام ٢٠٠٨م، عندما تسببت زيادة ضــخ البنــوك المركزية للأوراق النقدية في إثارة الخوف من حــدوث تضخم. وفي نهاية عام ٢٠١٢م، بلغ سعر الذهب ١,٦٧٥ دولاراً للأونصة، حيث إن سبيكة الذهب التي تم شراؤها بدولار واحد عام ١٨٠٢م أصبحت قيمتها ٨٦,٤٠ دولاراً عند نهاية عام ٢٠١٢م، في حين ازداد مستوى الأسعار نفسه بمعامل ١٩,١٢. ومع ذلك، بالرغم من أن الذهب يحمي المستثمرين مــن التضخــم، إلا أن هذا المعــدن الأصفر له فوائد أخرى. ومهما كانــت الأمور التي تقيد امتلاك الذهب، فســوف يؤدي هذا المعــدن النفيس إلى زيادة عوائد الســندات التجارية طويلة الأجل الخاصة بالمستثمرين بشكلٍ ملحوظ[١٠].

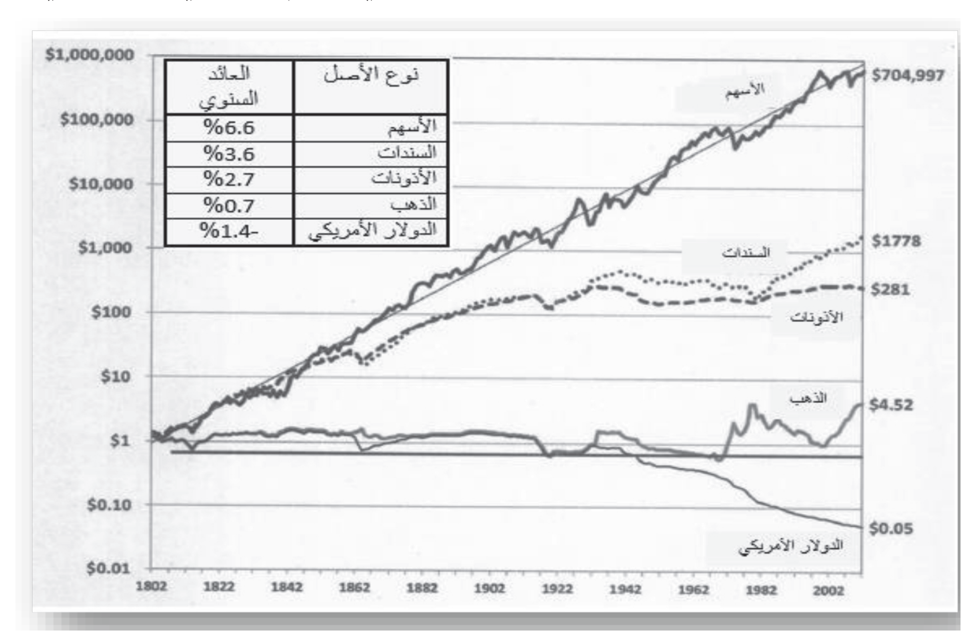
إجمالي العوائد الحقيقية:

يجب أن يهتم أصحاب الاستثمارات طويلة الأجل على زيادة القوة الشرائية لاستثماراتهم، أي تكوين ثروة يمكنها التكيف مع آثار التضخم. والشــكل (٥-٤) يشــبه الشكل (١-١) في الفصل الأول، وهو يعتمد على أخذ عوائد الدولار الموضحة في الشــكل (٥-١)، ثم تعديلها (أو «معالجة التضخم»)، عن طريق تغيير مستوى الأسعار، ويمكننا أن نرى العوائد الحقيقية السنوية لأنماط الأصول المختلفة في أعلى يسار الرسم.

وتبلغ العوائد الحقيقية السنوية المركبة الخاصة بالأسهم حوالي ٦,٦٪ سنوياً بعد حدوث التضخــم. وبالرغم من إضافة ٢٠ عاماً من بيانــات البورصة منذ إصدار الطبعة الأولى من:

«الأســهم في المدى الطويــل»، إلا أن هذا العائد يقل بمقدار العُشر عــن العائد البالغ ٦,٧٪ الذي تحدثت عنه عام ١٩٩٤م[١١].

وقد اتفق البعض على أن هذا العائد ليس ثابتاً؛ لأنه يوشك أن يضاعف تقريباً معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الذي يصل إلى ٣,٠-٣,٥٪[١٢]، ولكن هذا غير صحيح. حتى إذا كان الوضع الاقتصــادي لا ينمــو على الإطلاق، فســوف يكون هناك عائدٌ إيجابي عــلى رأس المال؛ وذلك لأنه مورد نادر، وســوف يتم أيضاً دفع رواتب حقيقية للعاملين ودفع قيمة الإيجار الخاصة بــالأراضي. وكــما لاحظنا من قبل، فــإن إجمالي العوائد الحقيقية للأســهم يفترض أن جميع الأرباح والمكاسب التي حققها رأس المال، يتم إعادة استثمارها مرة أخرى في السوق. وبالتالي، ينمو هذا المبلغ ويزيد بشكل أسرع بكثير، من ثروة إجمالي الأسهم أو إجمالي الناتج المحلي[١٣].



العائد السنوي	نوع الأصل
%6.6	الأسهم
%3.6	السندات
%2.7	الأذونات
%0.7	الذهب
%1.4-	الدولار الأمريكي

الشكل (٥-٤) إجمالي العوائد الحقيقية على الأسهم والسندات والأذونات والذهب والدولار الأمريكي، ١٨٠٢م - ٢٠١٢م

ويلخــص لنا الجدول (٥-١) العوائد الســنوية الخاصة بالأســهم الأمريكية، خلال فترات زمنية مختلفة. لاحظ ثبات العوائد الحقيقية للأسهم على غير العادة خلال الفترات الزمنية

الفرعية الرئيسية: ٦,٧٪ سنوياً منذ عام ١٨٠٢م وحتى ١٨٧٠، ٦,٦٪ منذ عام ١٨٧١م وحتى ١٩٢٥م، و٦,٤٪ سنوياً منذ عام ١٩٢٦م وحتى ٢٠١٢م. حتى إنه منذ الحرب العالمية الثانية - التـي ظهرت فيها جميع حالات التضخم التي شـهدتها الولايات المتحدة طوال الـ ٢٠٠ عام الماضية - ظل متوسـط العائد الحقيقي للأسـهم ٦,٤٪ سـنوياً، وهذا الأمر يتفق مع العائد الحقيقـي للأسـهم خلال الـ ١٢٥ عامـاً الماضية، التي لم يظهر بها التضخـم بنفس الصورة. الأسـهم تمثل أصـولاً حقيقية تزداد قيمتها على المدى البعيـد بنفس معدلات نمو التضخم؛ وذلك حتى لا تتأثر العوائد الحقيقية للأسهم بشكل سلبي نتيجة تغيرات مستوى الأسعار.

لقد اسـتمر ثبات عوائد الأسـهم على المدى البعيد، بالرغم من التغـيرات الهائلة التي طـرأت عـلى مجتمعنا خلال القرنين الماضيـين، حيث انتقلت الولايـات المتحدة من كونها اقتصاداً يعتمد على الزراعة إلى اقتصاد يعتمد على الصناعة، ثم إلى ما بعد المرحلة الصناعية. واليوم، أصبح اقتصادها يعتمد على الخدمات والتكنولوجيا، كما انتقل العالم من اسـتخدام معيار الذهب إلى معيار النقود الورقية. وبالنسـبة للمعلومات التي كانت تسـتغرق عدة أسابيع كي تعبُر البلاد، يمكن الآن إرسالها على الفور وبثها في نفس الوقت بجميع أنحاء العالم. ولكن بالرغم من التغيرات الجذرية في العوامل الأساسـية الخاصة بتكوين ثروة المساهمين، إلا أن عوائد الأسهم العادية ظلت ثابتة بصورة غريبة.

الجدول (٥-١) إجمالي العوائد الحقيقية على الأسهم، والذهب، والتضخم ١٨٠٢م - ٢٠١٢م

		إجمالي العائد الاسمي		رأس المال الاسمي		توزيعات الأرباح	مجموع العائدات الحقيقية %		رأس المال الحقيقي		عائد الذهب الحقيقي	تضخم الأسعار
		العائد	الخطر	العائد	الخطر	الربح المجني	العائد	الخطر	العائد	الخطر		
	1802–2012	8.1	17.6	2.9	17.2	5.1	6.6	18.0	1.5	17.4	0.7	1.4
	1871–2012	8.7	18.9	4.1	18.4	4.4	6.5	19.1	2.0	18.5	1.0	2.0
الفترات الفرعية الرئيسية	I 1802–1870	6.9	14.5	0.4	14.0	6.4	6.7	15.4	0.3	14.8	0.2	0.1
	II 1871–1925	7.3	16.5	1.9	15.9	5.3	6.6	17.4	1.3	16.9	−0.8	0.6
	III 1926–2012	9.6	20.3	5.5	19.6	3.9	6.4	20.2	2.5	19.6	2.1	3.0
	1946–2012	10.5	17.5	6.8	16.9	3.5	6.4	17.8	2.9	17.2	2.0	3.9
فترات ما بعد الحرب	1946–1965	13.1	16.5	8.2	15.7	4.6	10.0	18.0	5.2	17.2	−2.7	2.8
	1966–1981	6.6	19.5	2.6	18.7	3.9	−0.4	18.7	−4.1	18.1	8.8	7.0
	1982–1999	17.3	12.5	13.8	12.4	3.1	13.6	12.6	10.2	12.6	−4.9	3.3
	2000–2012	2.7	20.6	0.8	20.1	1.9	0.3	19.9	−1.6	19.4	11.8	2.4

العائد = العائد السنوي المركب.
الخطر = الانحراف المعياري للعوائد الحسابية.
جميع البيانات بالنسبة المئوية (%).

ولكن الاستقرار في عوائد الأسهم طويلة الأجل قطعاً، يضمن الثبات في العوائد قصيرة الأجل. وخلال الفترة من ١٩٨٢م وحتى ١٩٩٩م؛ خلال أكبر سوق صاعدة في تاريخ الولايات المتحدة، قدمت الأسهم عوائد مدهشة بعد التضخم وصلت إلى ١٣,٦٪ سنوياً، أكبر من ضعف المتوسط على مر التاريخ، وجاءت هذه العوائد العظيمة بعد العوائد الضئيلة التي حققتها الأسهم خلال الـ ١٥ عاماً الماضية - منذ عام ١٩٦٦م وحتى ١٩٨١م - حيث هبطت عوائد الأسهم قبل التضخم لتصل إلى ٠,٤٪ سنوياً. وبالرغم من أن هذه السوق الصاعدة الكبرى رفعت الأسهم كثيراً، وجعلت قيمة السوق تحقق رقماً قياسياً، مما أدى إلى انخفاض العوائد خلال العشر سنوات التالية. وبعد ذلك، أدت السوق الهابطة التي ظهرت فيما بعد والأزمة المالية، إلى هبوط الأسهم مرة أخرى أقل من الحد الأدنى، كما انخفضت العوائد للأسهم الحقيقية إلى +٠,٣٪ فقط خلال الـ ١٢ عاماً التالية لذروة السوق الصاعدة عام ٢٠٠٠م.

العوائد الحقيقية للأصول ذات العائد الثابت:

بقدر ما كانت العوائد الحقيقية الفعلية طويلة الأجل للأسهم العادية مستقرة، لا يمكن أن نقول نفس الشئ عن الأصول ذات العائد الثابت. ويبين الجدول (٥-٢) أن العائد الحقيقي لأذونات الخزانة قد هبط فجأة من ٥,١٪ في أوائل القرن التاسع عشر إلى ٠,٦٪ فقط منذ ١٩٢٦م، حيث كان العائد بالكاد يعلو حد التضخم.

وقد انخفض العائد الفعلي الخاص بالسندات طويلة الأجل بنفس الطريقة، ولكن بشكل أكثر اعتدالاً، حيث هبطت عوائد السندات من ٤,٨٪ خلال الفترة الفرعية الأولى إلى ٣,٧٪ خلال الفترة الثانية، ثم إلى ٢,٦٪ فقط في الفترة الثالثة. ويمكن أن يرجع سبب انخفاض العائد الفعلي للسندات الحكومية طوال هذه المراحل، إلى عدة عوامل أدت إلى تعزيز الطلب عليها: الزيادة الهائلة لسيولة السندات، وحقيقة أن هذه السندات توفر عامل الأمان والثقة، الذي لا يتحقق لدى الأصول الأخرى ذات العائد الثابت. وقد أدت هذه العوامل التي تزيد من الطلب على السندات الحكومية إلى ارتفاع أسعارها، مما أسفر عن انخفاض العوائد الخاصة بها، كما هبطت العوائد الفعلية للسندات طويلة الأجل أيضاً؛ بسبب التضخم غير المتوقع الذي عانى منه المستثمرون خلال مرحلة ما بعد الحرب العالمية الثانية.

الجدول (٥-٢) العوائد الحقيقية على السندات والتضخم ١٨٠٢م - ٢٠١٢م

الفترة	معدل الكوبون	الحكومات على المدى الطويل - العائد الاسمي - العائد	الحكومات على المدى الطويل - العائد الاسمي - الخطر	الحكومات على المدى الطويل - العائد الحقيقي - العائد	الحكومات على المدى الطويل - العائد الحقيقي - الخطر	الحكومات على المدى القصير - المعدل الاسمي	الحكومات على المدى القصير - العائد الحقيقي - العائد	الحكومات على المدى القصير - العائد الحقيقي - الخطر	تضخم الأسعار
1802–2012	4.7	5.1	6.7	3.6	9.0	4.2	2.7	6.0	1.4
1871–2012	4.7	5.2	7.9	3.0	9.3	3.6	1.6	4.4	2.0
الفترات الرئيسة: I 1802–1870	4.9	4.9	2.8	4.8	8.3	5.2	5.1	7.7	0.1
الفترات الرئيسة: II 1871–1925	4.0	4.3	3.0	3.7	6.4	3.8	3.1	4.8	0.6
الفترات الرئيسة: III 1926–2012	5.1	5.7	9.7	2.6	10.8	3.6	0.6	3.9	3.0
1946–2012	5.8	6.0	10.8	2.0	11.5	4.3	0.4	3.2	3.9
فترات ما بعد الحرب: 1946–1965	3.1	1.5	5.0	–1.2	7.1	2.0	–0.8	4.3	2.8
فترات ما بعد الحرب: 1966–1981	7.2	2.5	7.1	–4.2	8.1	6.8	–0.2	2.1	7.0
فترات ما بعد الحرب: 1982–1999	8.5	12.1	13.8	8.5	13.6	6.3	2.9	1.8	3.3
فترات ما بعد الحرب: 2000–2012	4.5	9.0	11.7	6.5	11.6	2.2	–0.2	1.8	2.4

العائد = العائد السنوي المركب.
الخطر = الانحراف المعياري للعوائد الحسابية.
جميع البيانات بالنسبة المئوية (%).

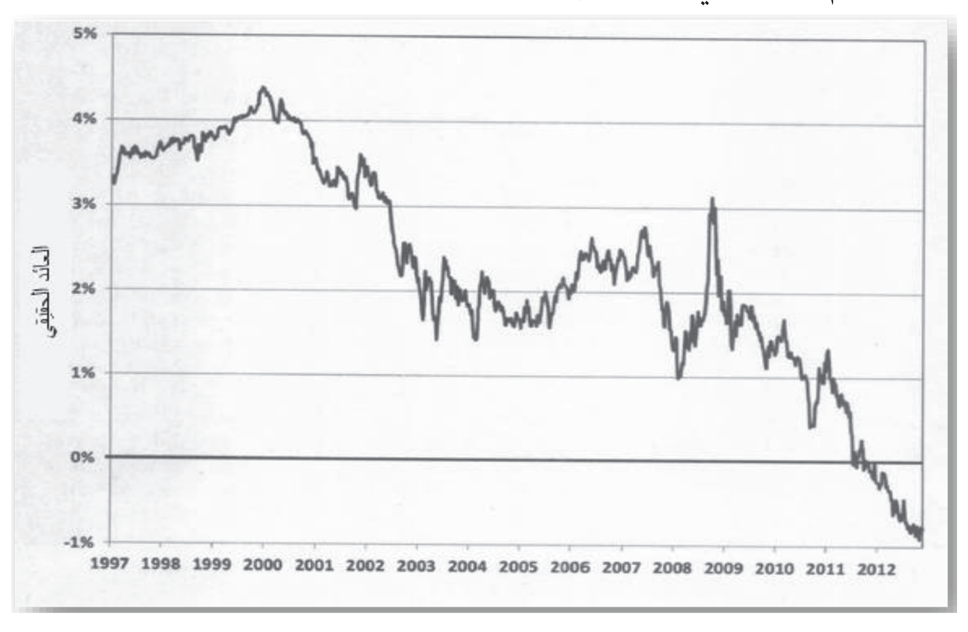
هذا التقلب السريع لعوائد الأســهم من عقد إلى آخر لم يكن مفاجئاً. وما يثير دهشــة المستثمرين، هو أن التقلب في العوائد الحقيقية للسندات الحكومية يعتبر أيضاً تقلباً كبيراً. وطــوال ٣٥ عاماً من ١٩٤٦م وحتى ١٩٨١م، ظل العائد الحقيقي لســندات الخزانة ضئيلاً، أي أن قسيمة السندات لم تعوض انخفاض أسعار السندات الناتج عن ارتفاع أسعار الفائدة ومعدلات التضخم. وســوف نناقش في الفصل التالي أنــه لم تمر حتى فترة مدتها ٢٠ عاماً - ناهيك عن ٣٥ عاماً - انخفضت فيها العوائد الحقيقية للأسهم.

كان يمكن أن يصبح الانخفاض في العوائد الحقيقية للســندات منذ عام ١٩٢٦م أكبر من ذلك بكثير، لولا عوائد الســندات المميزة خلال العقــود الثلاثة الماضية. ومنذ عام ١٩٨١م، ســاهم انخفاض معدلات التضخم وأسعار الفائدة في زيادة أســعار السندات، ورفع عوائد أصحاب السندات بشكل كبير. وبالرغم من هبوط عوائد السندات أكثر من الأسهم العادية بنســبة كبيرة، أثناء فترة الســوق الصاعدة الكبرى للأسهم من ١٩٨١م وحتى ١٩٩٩م، إلا أن السندات فاقت الأسهم بمنتهى السلاسة خلال العقد التالي. وفي الواقع، طوال العقود الثلاثة التي جاءت بعد ذروة ارتفاع عوائد الســندات في أوائل الثمانينيات، كانت عوائد السندات تساوي بالفعل عوائد الأسهم.

الانخفاض المستمر في عوائد الدخل الثابت:

للأســف، لا يمكن لعوائد الســندات المدهشــة هذه أن تســتمر، حيث أصبحت العوائد الحقيقية المحتملة أو المنظورة لسندات الخزانة من السهل جداً التنبؤ بها، وذلك عندما قامت خزانة الولايات المتحدة في يناير ١٩٩٧م بتقديم ســندات الخزانــة المالية المقاومة للتضخم. ترتبط القسائم ورأس المال الخاص بهذه السندات - التي يدعمها الثقة والضمان الذي تقدمه حكومة الولايات المتحدة - بمؤشر سعر المستهلك بالولايات المتحدة؛ وذلك لكي يصبح العائد الخاص بهذه السندات عائداً مقاوماً للتضخم بالفعل، كما هو موضح بالشكل (٥-٥).

يبدو الهبوط المعتدل لعوائد الســندات أمراً في منتهى الوضوح. عندما تم إصدار هذه الســندات في البدايــة، كان العائد الخــاص بها أقل قليلاً من ٣,٥٪، وهــذا يتفق تقريباً مع العوائد الحقيقية الســابقة للســندات الحكومية، التي لاحظتها أثنــاء البحث الذي أجريته لتحليــل البيانات منذ عام ١٨٠٢م. وبعد إصدارها، ارتفع العائد الخاص بســندات الخزانة المالية المقاومة للتضخم حتى وصل إلى ٤,٤٠٪ في يناير ٢٠٠٠م، هذا الشهر الذي شهد أيضاً ذروة التقدم التكنولوجي وفقاعة الإنترنت.



الشكل (٥-٥) العائد الحقيقي على سندات عشر سنوات الخزانة المقاومة للتضخم، ١٩٩٧م - ٢٠١٢م

ومنذ ذلك الحين، بدأ العائد الخاص بالسندات المقاومة للتضخم رحلته في الانخفاض الشديد، حيث هبط هذا العائد منذ عام ٢٠٠٢م وحتى ٢٠٠٧م ليصل إلى ٢٪. وعندما تفاقمت الأزمة المالية، استمر العائد في الهبوط حتى أصبح أقل من الصفر في أغسطس ٢٠١١م، ليصبح -١٪ تقريباً بحلول ديسمبر ٢٠١٢م[١٤]. وهذا العائد الفعلي السالب كان شبيهاً بعوائد ما بعد التضخم المشار إليها، الخاصة بسندات الخزانة المعيارية. كما انخفض عائد سندات الخزانة ذات العشر سنوات، ليصل خلال ٧٥ عاماً إلى ١,٣٩٪ في يوليو ٢٠١٢م، وهذه القيمة أقل بكثير من معدل التضخم الحالي والمتوقع.

وتتحدد قيمة العائد الفعلي لسندات الخزانة من خلال عدة عوامل، مثل: الوضع الاقتصادي، والخوف من حدوث تضخم، ومجازفات المستثمرين. ولكن في جميع النماذج الاقتصادية تقريباً، نجد أن أهم العوامل التي تؤثر على العائد الحقيقي للسندات هو النمو الاقتصادي. وبالفعل، كان العائد (٣,٤٪) الذي تم تحديده في أول مزاد لسندات الخزانة المقاومة للتضخم، مساوياً لمعدل النمو الفعلي لإجمالي الناتج المحلي في التسعينيات. وعندما تراجع معدل النمو الاقتصادي الفعلي إلى ٢٪ تقريباً منذ عام ٢٠٠٢ وحتى ٢٠٠٧م، هبطت بدورها عوائد السندات المقاومة للتضخم.

ولكن لم يتوقع أحد من الخبراء عام ٢٠١٢م، أن المعدل الفعلي للنمو الاقتصادي خلال العقد التالي سوف يصبح ضئيلاً، كما أشارت عوائد سندات الخزانة المقاومة للتضخم. والخوف من المخاطرة هو السبب الوحيد الذي يمكنه تفسير رغبة المستثمرين في قبول عوائد السندات الحكومية الضئيلة بعد التضخم، بالرغم من أن بعض الأصول الأخرى - مثل الأسهم - حققت عوائد فعلية طويلة الأجل تتراوح من ٦٪ إلى ٧٪ سنوياً.

علاوة إصدار الأسهم:

تعرف الزيادة في عائد الأسهم عن السندات (سواء طويلة الأجل أو قصيرة الأجل) بعلاوة مخاطر الأسهم، أو علاوة إصدار الأسهم، ويمكن قياس هذه القيمة - كما هو موضح في الشكل (٥-٦) - سواء في الماضي أو المستقبل، بناءً على عوائد السندات الحالية والقيمة المقدرة للأسهم. وإذا طرحنا عوائد الأسهم والسندات من الجدولين (٥-١) و(٥-٢)، نجد أن متوسط علاوة الإصدار هو ٣,٠٪ مقابل سندات الخزانة، و٣,٩٪ مقابل أذون الخزانة طوال فترة الـ ٢١٠ عاماً الماضية كلها.

ونتيجة للعوائد المميزة للســندات طويلة الأجــل طوال الـ ٣٠ عاماً الماضية، نجد أن علاوة إصدار الأســهم عن السندات في الماضي قد تقلصت لتصل إلى الصفر، في حين أن علاوة الإصدار المستقبلية في نهاية عام ٢٠١٣م كانت أكبر من ذلك بكثير؛ وذلك لأن العوائد الفعلية المستقبلية للسندات طويلة الأجل قد هبطت بشدة. وإذا كانت عوائد الأسهم المستقبلية تطابق المتوسط السابق لها، فقد تصل علاوة الإصدار المستقبلية في عام ٢٠١٣م إلى ٦٪ أو أكثر[١٥].



الشكل (٥-٦) علاوة إصدار الأسهم: الفرق بين عوائد ثلاثين عاماً على الأسهم والسندات والأسهم والأذونات، ١٨٣١م - ٢٠١٢م

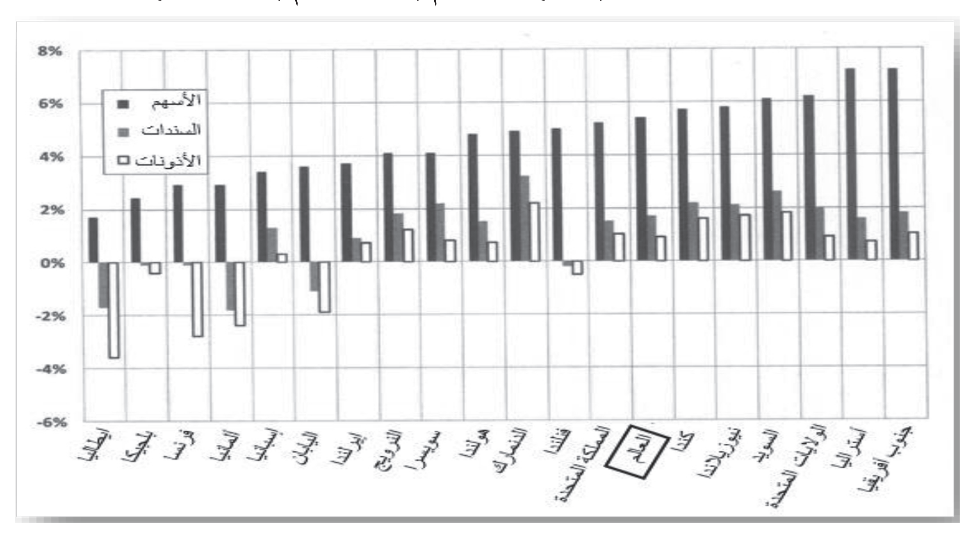
عوائد الأسهم والسندات حول العالم:

عندما نشرت بحثي «الأســهم طويلة الأجل» عام ١٩٩٤م، رأى بعض علماء الاقتصاد أن اســتنتاجاتي - المبنية على بيانات خاصة بالولايات المتحدة - قد تبالغ قليلاً في عوائد الأسهم الســابقة التي تم قياســها عالميا، حيث زعموا أن عوائد الأسهم بالولايات المتحدة تميل نحو البقــاء. والســبب في تلك الرغبة في البقــاء، يرجع إلى حقيقة جمــع العوائد من بورصات ناجحــة - مثل: بورصة الولايات المتحدة - في حين تــم تجاهل هذه العوائد في الدول التي تتعثر بها الأسهم، أو تختفي تماماً، مثل: روسيا والأرجنتين[١٦]. ويشير هذا التحيز إلى أن عوائد

الأســهم في الولايات المتحدة - الدولة التي تحولت على مدار الـ ٢٠٠ عامٍ الماضية من كونها مســتعمرة بريطانية صغيرة، إلى أعظم قــوة اقتصادية في العالم - مميزةً وفريدة من نوعها، وأن عوائد الأسهم السابقة في غيرها من الدول قد تكون أقل بكثير.

وقــد حث هذا الجدل ثلاثة مــن علماء الاقتصاد بالمملكة المتحدة، على دراســة عوائد الأســهم والسندات السابقة الخاصة بتســع عشرة دولة منذ عام ١٩٠٠م، حيث قام كل من إلروي ديمسون وبول مارش (Elroy Dimson and Paul Marsh) - أستاذان بمدرسة لندن لإدارة الأعمال - ومايك ســتاونتون Mike Staunton - مدير قاعدة بيانات سعر الأسهم في لندن - بنشر البحث الذي أجروه معاً عام ٢٠٠٢م في كتاب بعنوان «انتصار المتفائلين: ١٠١ عام من عوائد الاستثمار العالمي»[١٧]، حيث قدم هذا الكتاب عرضاً دقيقاً ولكنه سهل وبسيط في الوقت نفسه، لحساب عوائد سوق المال العالمية في تسع عشرة دولة مختلفة.

ويوضح الشكل (٥-٧) العوائد التي تحدثت عنها هذه الدراسة، حيث يعرض هذا الشكل متوسط العوائد الحقيقية السابقة للسهم والسندات والعملات الورقية لجميع الدول التسعة عشر، وقد تم تحليل هذه العوائد من ١٩٠٠م وحتى ٢٠١٢م. وبالرغم من الكوارث الكبرى التي تعرضت لها الكثير من هذه الدول، مثل: الحروب، والتضخم، والكساد الاقتصادي، إلا أن كل دولة من هذه الدول ارتفعت بها عوائد الأسهم بعد التضخم بشكل ملحوظ.



الشكل (٥-٧) العوائد الحقيقية العالمية على الأسهم والسندات والأذونات، ١٩٠٠م - ٢٠١٢م

وقد تراوحت العوائد الحقيقية للأسـهم من منخفضة ١,٧٪ في إيطاليا إلى مرتفعة ٧,٢٪ في أستراليا وجنوب إفريقيا. أما عوائد الأسهم في الولايات المتحدة، فبالرغم من أنها كانت جيدة، إلا أنها لم تكن مميزة، وكانت قيمة المتوسط الحسابي البسيط للعوائد في الدول التسعة عشر هي ٤,٦٪. كما حققت السندات التجارية التي وضعت دولاراً واحداً في بورصة كل دولة من هذه الدول عام ١٩٠٠م، عائداً حقيقياً مركباً قيمته ٥,٤٪، وهي قريبة جداً من ٦,٢٪ التي حققتها الولايات المتحدة. وبالنسبة لتلك الدول التي كان لديها عوائد منخفضة للأسهم، شهدت أيضاً انخفاضاً في عوائد الدخل الثابت. وبذلك، نجد أن متوسط علاوة إصدار الأسهم مقابل السندات هو ٣,٧٪، ومقابل الأوراق المالية هو ٤,٥٪، وهذا بالطبع أعلى مما تحقق في الولايات المتحدة.

وعند تحليل جميع هذه المعلومات، توصل المؤلفون إلى:

> «... أن ما حدث بالولايات المتحدة من تفوق للأسهم على السندات والأوراق المالية، ظهر بوضوح في الستة عشر دولة التي تم دراستها، حيث كان أداء الأسهم في كل دولة أفضل من أداء السندات. وعلى مدار ١٠١ عام، كان هناك سُوقان للسندات فقط، وسوق واحدة للأوراق المالية نجحت في تقديم عائد أفضل من سوق الأسهم السيئة لدينا».

علاوة على أن:

> «بالرغم من الأداء الجيد لكل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، إلا أنه ليس هناك ما يثبت أنهما خارج إطار المنافسة مع الدول الأخرى. لذلك، فإن المخاوف المتعلقة بالنجاح والرغبة في البقاء - بشكل شرعي - قد تكون مبالغة بعض الشيء، كما أن المستثمرين ربما يكون قد تم تضليلهم من خلال التركيز على الولايات المتحدة»[١٨،١٩].

هذا البيان الأخير له أهمية بالغة، حيث تم إجراء مزيد من الدراسات التي تتناول الأسواق في الولايات المتحدة أكثر من أي دولة أخرى بالعالم. ويؤكد كل من ديمسون ومارش وستاونتون أن النتائج التي وجدوها في الولايات المتحدة، تنطبق على جميع المستثمرين في جميع الدول، والعنوان الذي وقع اختيارهم عليه من أجل كتابهم يشير إلى تلك النتائج:

إن المتفائلين - وليس المتشائمون - هم من يحتلون مكانة مميزة في مجال سوق الأسهم، وقد حققوا فوزاً كبيراً على كثير من المستثمرين الحذرين طوال القرن الماضي، وقد أكدت الدراسات الدولية هذه الحالة بالنسبة للأسهم ولم تنكرها.

الخلاصة: الأسهم في المدى الطويل:

خلال الـ ٢١٠ أعوامٍ الماضية، ظلت قيمة العائد الحقيقي السنوي المركب للسندات التجارية المتنوعة للأسهم العادية، تتراوح بين ٦٪ و٧٪ بالولايات المتحدة، وقد تميزت هذه القيمة بالثبات والاستقرار الملحوظ طوال تلك الفترة. وبالطبع، تُوقف عوائد الأسهم كمية وجودة رأس المال والإنتاجية وعائد المخاطر، ولكن القدرة على خلق القيمة كانت تنبع أيضاً من الإدارة الماهرة والنظام السياسي المستقر، الذي يحترم حقوق الملكية والقدرة على تقديم القيمة للمستهلكين في بيئة تنافسية. وقد تؤدي التقلبات في رأي المستثمر الناتجة عن الأزمات السياسية أو الاقتصادية، إلى خروج الأسهم عن المسار طويل الأجل الخاص بها، ولكن القوى الأساسية التي تساهم في النمو الاقتصادي يمكنها دائما أن تجعل الأسهم تستعيد هذا المسار مرة أخرى، وربما يكون هذا هو السبب في استقرار عوائد الأسهم بهذا الشكل، بالرغم من التغيرات الجذرية في المجالات السياسية والاقتصادية والاجتماعية، التي كان لها أكبر تأثير على العالم كله خلال القرنين الماضيين.

ولكن من الضروري أن نكون على علم بالإطار السياسي والمؤسسي والقانوني الذي يتم من خلاله إنتاج هذه العوائد. ويمكن تفسير الأداء المميز للأسهم طوال القرنين الماضيين، في ضوء زيادة سيطرة الدول التي تلتزم باقتصاديات السوق الحرة. وقد توقع البعض انتصار النظم الاقتصادية التي تعتمد على السوق، خلال الأيام العصيبة في فترة الكساد العظيم والحرب العالمية الثانية. ولكننا إذا استعنا بالتاريخ، فسوف نجد أن السندات الحكومية في نظامنا الاقتصادي المبني على النقود الورقية، قد تصبح أسوأ بكثير من الأسهم في حالة حدوث أي تغير سياسي أو اقتصادي مفاجئ. وسوف يوضح لنا الفصل التالي أنه حتى في البيئات السياسية المستقرة، ثبت أن المخاطر المتعلقة بالسندات الحكومية، تفوق فعلياً المخاطر المتعلقة بالأسهم طويلة الأجل الخاصة بالمستثمرين.

الملحق رقم (١):

الأسهم من عام ١٨٠٢م وحتى ١٨٧٠م:

تــم إصــدار أول مجموعة يتم تداولها من الأســهم الأمريكية - والتــي تم طرحها عام ١٧٩١م - مــن قِبل مصرفــين: مصرف نيويورك ومصرف الولايــات المتحدة[٢٠]، وكلاهما حقق نجاحاً هائلاً، وسرعان ما زادت الأســهم لتصبح عــلاوة إصدار، ولكنها انهارت في العام التالي عندما حاول مساعد أليكساندر هاملتون الذي يعمل بخزانة الدولة - واسمه ويليام ديور - أن يتلاعب بالسوق، مما أدى إلى الانهيار المفاجئ. وقد أسفرت هذه الأزمة عن ظهور أول أشكال تداول الأسهم في نيويورك في ١٧ مايو ١٧٩٢م.

وقــد صرح جوزيف دايفيــد - الذي كان يعمل خبيراً في إحــدى الشركات خلال القرن الثامن عشر - أن رأس المال سوف يعود قريباً، ليس فقط للمشروعات المربحة، بل وأيضاً - كما ذكر - «للكثير من المشروعات التي بها نســبة خطورة عالية ونســبة نجاحها ضئيلة»[٢١]. وبالرغم من أن هناك أكثر من ٣٠٠ مؤسســة تجارية اســتأجرتها الولايات المتحدة قبل عام ١٨٠١م، إلا أن عدد الشركات التي لديها سندات مالية يتم تداولها بشكل منتظم، لا يتجاوز عشر شركات، وقد ارتبط ثلثا تلك المؤسســات التي تم اســتئجارها قبل ١٨٠١م، مع بعضها البعض عن طريق النقل: أرصفة الميناء، القنوات، البوابات، والجســور. ولكن أهم الأســهم في أوائل القرن التاســع عشر كانت تخص مؤسســات مالية: المصارف، وشركات التأمين فيما بعــد، حيث كانــت المصارف وشركات التأمــين تملك بعض القروض والأســهم في الكثير من المصانع، التي لم يكن لها حينذاك مكانة مالية تســمح لها بإصدار الأسهم. ومما لا شك فيه أن التقلبات في أســعار الأســهم للمؤسســات المالية خلال القرن التاسع عشر، تعكس وضع الاقتصاد العام وربحية المؤسســات التي تذهب إليها. ومن أكبر المشروعات غير المالية قناة ديلوير وهدســون، التي تم إصدارها في ١٨٢٥م، والتي أصبحت أيضاً ركناً أساســياً في مؤشر داو جونز الصناعي بعد ذلك بحوالي ٦٠ عاماً[٢٢]. وفي عام ١٨٣١م، تم إنشاء أول خط للسكك الحديدية - موهوك وهدسون - وخلال الـ ٥٠ عاماً التالية، أصبحت خطوط السكة الحديد هي صاحبة أكبر نصيب في الأسهم المتداولة.

الهوامش:

1. G. William Schwert, “Indexes of United States Stock Prices from 1802 to 1897,” Journal of Business, vol. 63 (July 1990), pp. 399-426.
2. See Walter Werner and Steven Smith, Wall Street, New York: Columbia University Press, 1991, for a description of some early dividend yields. See also earlier work by William Goetzmann and Phillipe Jorion, “A Longer Look at Dividend Yields,” Journal of Business, vol. 68, no. 4 (1995), pp. 483-508, and William Goetzmann, “Patterns in Three Centuries of Stock Market Prices,” Journal of Business, vol. 66, no. 2 (1993), pp. 249-270. A brief description of the early stock market is found in Appendix 1 at the end of this chapter.
3. William Goetzmann and Roger G. Ibbotson, “A New Historical Database for NYSE 1815-1925: Performance and Predictability,” reprinted in The Equity Risk Premium, New York: Oxford University Press, 2006, pp. 73-106. Notes Notes 387.
4. Goetzmann and Ibbotson formed two stock return series, one assuming that those stocks for which they could not find dividends had zero dividends (their “lowdividend-yield” estimate) and another that assumes those stocks for which they could not find dividends had the same average dividend yield as those for which they did have dividends (their “high-dividend-yield” estimate). The midpoint of their high and low estimate is 6.52 percent, slightly higher than the 6.4 percent that I had originally assumed.
5. Robert Shiller, Market Volatility, Cambridge, MA: MIT Press, 1989.
6. Ibbotson Stocks, Bonds, Bills, and Inflation (SBB!) Classic Yearbook, published annually by Morningstar, Chicago.
7. Blodget, an early-nineteenth-century economist, estimated the wealth of the United States at that time to be nearly $2.5 billion, so that $1.33 million would be only about one-half of 1 percent of the total wealth; from S. Blodget, Jr., Economica, A Statistical Manual for the United States of America, 1806 ed., p. 68.
8. See Jeremy Siegel, “The Real Rate of Interest from 1800-1990: A Study of the U.s. and the U.K.,” Toumal of Monetary Economics, vol. 29 (1992), pp. 227-252, for a detailed description of the process by which a historical yield series was constructed.
9. This is explored in more detail in Chapter 14.
10. Ironically, despite the inflationary bias of a paper money system, well-preserved paper money from the early nineteenth century is worth many times its face value on the collectors’ market, far surpassing gold bullion as a long-term investment. An old mattress found containing nineteenth-century paper money is a better find for an antiquarian than an equivalent sum hoarded in gold bars!

11. This long-run real return on US. stock was dubbed “Siegel’s constant” by Andrew Smithers and Stephen Wright, Valuing Wall Street: Protecting Wealth in Turbulent Markets, New York: McGraw-Hill, 2000.
12. Bill Gross, “The Death of the Cult of Equities,” PIMCO Newsletter, August 2012.
13. GOP growth is consistent with investors consuming about one-half the annual 6.6 percent long-term real return from stocks.
14. TIPS yields briefly shot up to 3 percent as the fears of another Great Depression sent investors scurrying to buy nonlinked bonds that would protect them against deflation.
15. For a rigorous analysis of the equity premium, see Jeremy Siegel and Richard Thaler, “The Equity Premium Puzzle,” Toumal of Economic Perspectives, vol. 11, no. 1 (Winter 1997), pp. 191-200; and more recently, “Perspectives on the Equity Risk Premium,” Financial Analysts Toumal, vol. 61, no. 1 (November/December 2005), pp. 61-73, reprinted in Rodney N. Sullivan, Bold Thinking on Investment Management, CFA Institute, 2005, pp. 202-217.
16. See Stephen J. Brown, William N. Goetzmann, and Stephen A. Ross, SurvivaI:’ TournaI of Finance, vol. 50 (1995), pp. 853-873.
17. Elroy Dimson, Paul Marsh, and Michael Staunton, Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Retums, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002.
18. Dimson, Marsh, and Staunton, Triumph of the Optimists. The researchers added three countries to their list since publication.
19. In fact, Triumph of the Optimists may have actually understated long-term international stock returns. The US. stock markets and other world markets for which we have data did very well in the 30 years prior to 1900, when the Triumph study begins. US. stock returns measured from 1871 significantly outperform those returns taken from 1900. Data from the United Kingdom show similar returns.
20. Until recently, the oldest continuously operating firm was Dexter Corp., founded in 1767, a Connecticut maker of special materials that was purchased in September 2000 by Invitrogen Corp., which in 2008 merged with Applied Biosystems to form Life Technologies Inc. The second oldest was Bowne & Co. (1775), which specializes in printing. RR Donnelley acquired Bowne in 2010. The oldest banks with active markets for their shares are the First National Bank of Pennsylvania, founded in 1782 (now owned by Wells Fargo), and the Bank of New York Corp. (now BNYMellon), founded in 1784.
21. Werner and Smith, Wall Street, p. 82.

22. Two other canals, the Chesapeake and Delaware and the Schuylkill, were both jointstock companies, and both had sold over $1 million in stock by'1825. lowe this observation to Stephen Skye, president of the Neversink Valley Museum of History and Innovation.

الفصل السادس
توزيع المخاطر والعوائد والمحافظ الاستثمارية

لماذا تقل نسبة المخاطر في الأسهم بالمقارنة مع السندات على المدى البعيد؟

«ما هو الاستثمار الذي يمكنه أن يقدم لنا في الواقع دخلاً مستقراً أو ثابتاً؟ ... سوف يكتشف كل من يقرأ هذا الكتاب أن الرجل أو المرأة الذي أو التي تستثمر في السندات تفكر في المستوى العام للأسعار، أو القوة الشرائية للنقود».

إيرفينج فيشر، ١٩١٢م[١].

قياس المخاطر والعوائد:

تعتبر المخاطر والعوائد بمثابة حجر الأساس في إدارة الأموال والسندات التجارية. وبمجرد تحديد المخاطر والعوائد المتوقعة والعلاقات بين أنواع الأصول، فمن الممكن أن تقدم النظرية المالية الحديثة المساعدة للمستثمرين في توزيع سنداتهم التجارية، ولكن المخاطر وعوائد الأسهم والسندات ليست ثوابت فيزيائية مثل سرعة الضوء أو قوة الجاذبية، والتي توجد في الطبيعة وتنتظر من يكتشفها. فلا يستطيع المستثمرون - كما هو الحال في العلوم الفيزيائية - إجراء تجارب متكررة والمحافظة على ثبات جميع العوامل الأخرى، وضمان القيمة الحقيقية لكل متغير، وقد كان بول ساموليسون الحاصل على جائزة نوبل معجب بمقولة: «لدينا نموذج واحد فقط للتاريخ».

وهذه المقولة تعني أنه بالرغم من كثرة البيانات التاريخية، إلا أنه ليس من الممكن أبداً أن نتأكد من بقاء العوامل المؤثرة في أسعار الأصول كما هي دون أن تتغير. ولقد رأينا بالفعل في الفصل الثالث أن الروابط بين أنواع الأصول تتغير مع الوقت بشكل مستمر.

ولكن يجب علينا أن نبدأ بتحليل الماضي؛ كي نخطط من أجل المستقبل، حيث أوضح لنا الفصل السابق أن عوائد الدخل الثابت لم تقل عن عوائد الأسهم دائماً فحسب، بل إن السندات - نتيجة عدم وضوح التضخم - قد يكون بها بعض المجازفة بالنسبة لمن

يســتثمرون على المدى البعيد. وفي هذا الفصل سوف يكتشف المستثمرون أن التضخم غير المؤكد، ســوف يجعل توزيع سنداتهم التجارية معتمداً بشــكل أساسي على أفق التخطيط لديهم.

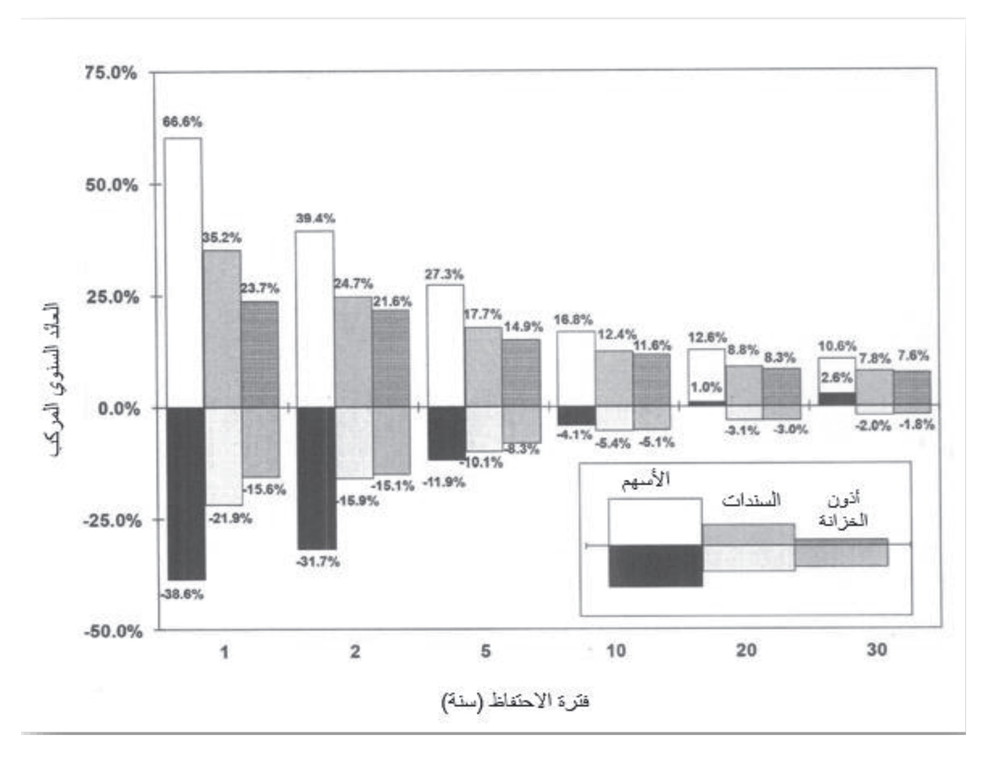
المخاطرة وفترة الاحتفاظ:

بالنسبة لكثير من المســتثمرين، فإن أفضل طريقة لوصف المخاطرة هي وضع سيناريو لأســوأ الحالات. ويوضح لنا الشــكل (٦-١) أفضل وأســوأ عوائد ما بعد التضخم للأســهم والســندات والأوراق المالية منذ عام ١٨٠٢م، خلال فترات الاحتفاظ التي تتراوح بين ســنة واحدة إلى ٣٠ سنة، حيث نجد هنا أن عوائد الأسهم تم قياسها - كما حدث في السابق - عن طريق جمع الأرباح والمكاســب أو الخسائر التي حققها رأس المال، بواسطة المؤشر الشامل للأســهم الأمريكيــة. ويجب ملاحظة أن ارتفــاع العمود الذي يعبر عــن الفرق بين أفضل وأسوأ العوائد، يتضاءل في حالة الأسهم أسرع من السندات المالية ذات الدخل الثابت، كلما ازدادت فترة الاحتفاظ.

وتعتبر الأســهم بلا جدال أكثر خطورة من الســندات أو أذون الخزانة، وذلك في الفترات التي تصل إلى سنة أو سنتين. ولكن كل خمس سنوات منذ ١٨٠٢م، كان أقل أداء للأسهم - حيث بلغت ١١,٩٪ ســنوياً - أســوأ بقليل فقط من أداء للســندات أو الأوراق المالية. أما بالنســبة لفترات الاحتفاظ التي تبلغ ١٠ ســنوات، فقد كان أسوأ أداء للأسهم أفضل بالفعل من أداء السندات أو الأوراق المالية.

وبالنسبة لفترات الاحتفاظ التي تصل إلى ٢٠ سنة، لم يحدث أبداً أن هبطت عوائد الأسهم أقل من معدل التضخم، في حين أن عوائد السندات والأوراق المالية هبطت ذات مرة لتصبح ٣٪ ســنوياً أقل من معدل التضخم. وخلال الحقبة الزمنية التي شهدت التضخم، انخفضت القيمة الفعلية لسندات الخزانة - بالإضافة إلى جميع القسائم التي يعاد استثمارها - بمعدل ٥٠٪ تقريباً. كما أن أســوأ عائد للأســهم في فترة الاحتفاظ التي تبلغ ٣٠ عاماً، كان أعلى من معدل التضخم بنسبة ٢,٦٪ سنوياً، وهذا العائد لا يقل كثيراً عن متوسط أداء الأصول ذات الدخل الثابت.

ومن الواضح أن الأسـهم - بعكس السـندات أو الأوراق المالية - لم يسبق لها أن قدمت للمسـتثمرين عائـداً فعلياً ضعيفاً، طوال الفترات التي تصـل إلى ١٧ عاماً أو أكثر. وبالرغم من أن تراكم الثروة في الأسـهم لفترات زمنية طويلة، قد يبدو أكثر خطورة من السـندات، إلا أن العكـس هـو الصحيح من أجل الاحتفاظ بالقوة الشرائية للنقود. أكثر الاسـتثمارات طويلة الأجل أمناً هو تنوع الأسـهم. ولا شـك أن سندات الخزانة المقاومة للتضخم تحمي المسـتثمرين من التضخم غير المتوقع، ولكن العوائد الفعلية لتلك السـندات - كما رأينا في الفصـل الخامـس - حتى في حالة الفترات التي تصل إلى ٢٠ عاماً، انخفضت لتصبح أقل من الصفـر في عـام ٢٠١٢م وظلت ضئيلة جداً. أما الأسـهم - على العكـس من ذلك - لم تمنح المستثمرين مطلقاً عائداً فعلياً ضعيفاً خلال الفترات التي تصل إلى ٢٠ عاماً.



الشكل (٦-١) أعلى وأدنى مستويات العوائد الحقيقية على الأسهم والسندات والأذونات خلال فترات الاحتفاظ التي تتراوح بين: ١-، ٢-، ٥-، ١٠-، ٢٠ - و٣٠ سنة، فترات الاحتفاظ: ١٨٠٢م - ٢٠١٢م

بعض المستثمرين يشككون في أن فترات الاحتفاظ التي تصل إلى ٢٠ أو ٣٠ سنة أو أكثر، ترتبــط بأفق التخطيط الخاص بهــم. ولكن من أكبر الأخطاء التي يقع فيها المســتثمرون، هي التقليل من شــأن فترة الاحتفاظ، وهذا يرجع إلى أن الكثير من المستثمرين يفكرون في فترات الاحتفاظ الخاصة بأحد الأسهم أو السندات أو التمويل المشترك، ولكن فترة الاحتفاظ المقصــودة هنا المتعلقة بتوزيع المحفظة الاســتثمارية، هي الفترة الزمنية التي يحتفظ فيها المســتثمرون بأية أسهم أو سندات، بصرف النظر عن التغيرات التي أجريت بين الإصدارات الفردية في المحفظة الاستثمارية.

يوضح الجدول (٦-١) عدد المرات التي تفوقت فيها عوائد الأسهم على عوائد السندات أو الأوراق المالية خلال فترات الاحتفاظ المختلفة، وكلما زادت فترة الاحتفاظ تزداد احتمالية تفوق الأســهم على الأصول ذات الدخل الثابت بشكل كبير. وبالنسبة لفترة الاحتفاظ التي تصل إلى ١٠ سنوات، نجد أن الأسهم تغلبت على السندات بنسبة ٨٠٪ تقريباً، في حين أنه في حالة فترة الاحتفاظ التي تصل إلى ٢٠ سنة تفوقت الأسهم على السندات بنسبة ٩٠٪ تقريباً، وفي الفترات التي تصل إلى ٣٠ عاماً كان التفوق بنسبة ١٠٠٪ تقريباً.

في الطبعات الأربعة الأولى من «الأســهم طويلة الأجل»، لاحظت أن الـ ٣٠ عاماً الأخيرة التي تفوقت فيها عوائد السندات طويلة الأجل على الأسهم، قد انتهت في ١٨٦١م مع بداية الحــرب الأهليــة في الولايات المتحدة، ولكن هذا لم يعد صحيحــاً، حيث إنه نتيجة للهبوط الشــديد في عوائد الســندات الحكومية خلال العقــد الماضي، فقد تجاوز العائد الســنوي ١١,٠٣٪ للســندات الحكومية طويلة الأجل عائد الأســهم ١٠,٩٨٪، التي يتم الاحتفاظ بها لمــدة ٣٠ عامــاً، اعتباراً من ١ يناير ١٩٨٢م وحتى نهاية عام ٢٠١١م. وقد دفع هذا الحدث الهام بعض الباحثين إلى اســتنتاج أن عوائد الأســهم، لم يعد من الممكن الاعتماد عليها لكي تتجاوز عوائد السندات[٢].

جدول (٦-١) نسبة وقت تفوق عوائد الأسهم على عوائد السندات خلال فترات الاحتفاظ المختلفة

فترة الاحتفاظ	الأسهم؟؟ فترة زمنية	الأسهم؟؟ سندات	أذون الخزانة
سنة واحدة	١٨٠٢ - ٢٠١٢	٥٨,٨	٦٢,١
	١٨٧١ - ٢٠١٢	٦١,٣	٦٦,٩
سنتين	١٨٠٢ - ٢٠١٢	٦٠,٥	٦٢,٩
	١٨٧١ - ٢٠١٢	٦٤,١	٧٠,٤
ثلاث سنوات	١٨٠٢ - ٢٠١٢	٦٧,٢	٧٠,٢
	١٨٧١ - ٢٠١٢	٦٨,٧	٧٣,٣
خمس سنوات	١٨٠٢ - ٢٠١٢	٦٧,٦	٦٨,٦
	١٨٧١ - ٢٠١٢	٦٩,٠	٧٤,٦
عشر سنوات	١٨٠٢ - ٢٠١٢	٧٢,٣	٧٣,٣
	١٨٧١ - ٢٠١٢	٧٨,٢	٨٣,٨
عشرين سنة	١٨٠٢ - ٢٠١٢	٨٣,٩	٨٧,٥
	١٨٧١ - ٢٠١٢	٩٥,٨	٩٩,٣
ثلاثين سنة	١٨٠٢ - ٢٠١٢	٩١,٢	٩١,٢
	١٨٧١ - ٢٠١٢	٩٩,٣	١٠٠,٠

ولكن عندما نمعن النظر في سبب تفوق السندات على الأسهم خلال تلك الفترة، نجد أنه من المستحيل تقريباً أن تحقق السندات مثل هذا الإنجاز خلال العقود القادمة. وفي عام ١٩٨١م، وصل سعر الفائدة لسندات الخزانة الأمريكية التي تبلغ مدتها ١٠ سنوات إلى ١٦٪. وعندما تراجع سعر الفائدة، استطاع أصحاب السندات أن يستفيدوا من القسائم ومن مكاسب رأس المال الخاصة بسنداتهم، مما أدى إلى وصول العائد الحقيقي على السندات

إلى ٧,٨٪ سنوياً منذ عام ١٩٨١م وحتى ٢٠١١م، وهي تقريباً نفس نسبة العائد الحقيقي للأسهم، حيث إن هذا العائد الحقيقي ٧,٨٪ يزيد بمقدار ١٪ فقط عن متوسط عوائد الأسهم طوال ٢١٠ أعوامٍ، ولكنه أكبر من ضعف متوسط العائد الحقيقي السابق للسندات، وأكبر من ثلاثة أضعاف نفس العائد خلال الـ ٧٥ عاماً الماضية.

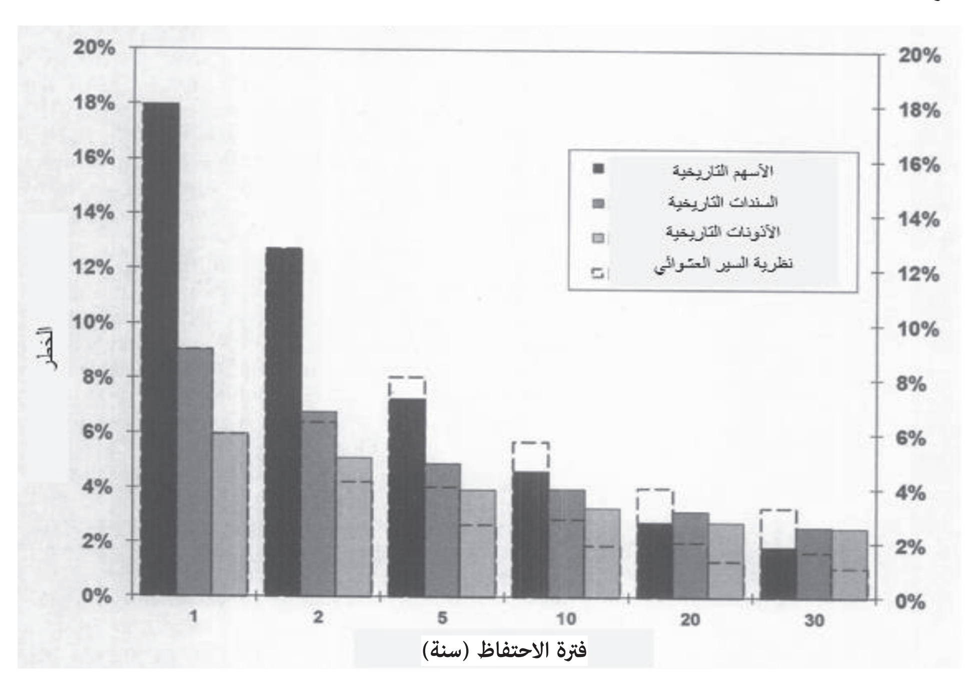
وعندما هبطت أسعار الفائدة إلى أدنى مستوياتها، أصبح مالكو السندات يواجهون وضعاً مختلفاً كل الاختلاف. ففي نهاية عام ٢٠١٢م، بلغ عائد السندات الاسمية حوالي ٢٪، وكانت الطريقة الوحيدة لكي تحقق السندات العائد الفعلي ٧,٨٪، هي تراجع مؤشر سعر المستهلك ليصل إلى ٦٪ تقريباً سنوياً طوال ٣٠ عاماً قادمة، ولكن ما من دولة قامت بتخفيض هذه النسبة أبداً على مستوى العالم. وعلى العكس من ذلك، كان من السهولة أن تحقق الأسهم النجاح الذي حققته خلال العقود الثلاثة الماضية، وكانت تحقق ذلك بالفعل في ضوء قيمتها المقدرة عند نهاية عام ٢٠١٢م. وقد لاحظنا في الفصل السابق أن زيادة العوائد المستقبلية للأسهم عن السندات، سوف تتجاوز المتوسط السابق لها بفارق كبير.

وبالرغم من وضوح تفوق الأسهم على السندات من خلال البيانات بعيدة المدى، إلا أننا يجب أن نلاحظ أيضاً تفوق الأسهم كل عام أو عامين على السندات أو الأوراق المالية، بمعدل ثلاثة من كل خمسة أعوام، وهذا يعني أنه خلال عامين من كل خمسة أعوام سوف يتراجع عائد الأسهم، ليصبح أقل من العائد الذي كان صاحب الأسهم يحصل عليه في حالة أذون الخزانة أو الشهادات المصرفية. ومن المؤكد أن زيادة احتمالية تفوق السندات، بل والحسابات المصرفية أيضاً على الأسهم قصيرة الأجل، هو السبب الرئيسي لصعوبة استمرار المستثمرين في شراء الأسهم[٣].

المعايير القياسية للمخاطرة:

يوضح لنا الشكل (٦-٢) نسبة الخطر - وهي عبارة عن الانحراف المعياري لمتوسط العوائد الحقيقية السنوية - للأسهم والسندات والأوراق المالية، وفقاً للنموذج السابق الخاص بفترة الـ ٢٠٠ عامٍ الماضية. والانحراف المعياري هو مقياس الخطر المستخدم في نظرية المحفظة الاستثمارية ونماذج توزيع الأصول.

وبالرغم من أن الانحراف المعياري لعوائد الأسـهم أكبر منه بالنسـبة لعوائد السـندات خـلال فترات الاحتفاظ قصيرة الأجل، إلا أنه كلما زادت فـترة الاحتفاظ لتصل إلى ١٥ - ٢٠ سنة تقل نسبة الخطر الخاصة بالأسهم عن السندات، وخلال الفترات التي تصل إلى ٣٠ عاماً انخفضت قيمة الانحراف المعياري لعائد حافظة الأسـهم، ليصبح أقل من ثلاثة أرباع قيمته بالنسبة للسندات أو الأوراق المالية، كما انخفضت قيمة الانحراف المعياري لمتوسط العوائد بمعدل ضعفين تقريباً في حالة الأسـهم، وأيضاً الأصول ذات الدخل الثابت وذلك كلما تزداد فترة الاحتفاظ.



الشكل (٦-٢) الانحراف المعياري لمتوسط العوائد الحقيقية للأسهم والسندات والأوراق المالية خلال فترات الاحتفاظ المختلفة: بيانات تاريخية وفرضية السير العشوائي، ١٨٠٢م - ٢٠١٢م

إذا كانت عوائد الأصول تتبع نظرية الحركة العشـوائية، فسـوف تنخفض قيمة الانحراف المعيـاري لجميع أنـواع الأصول بقيمة الجذر التربيعي لفترة الاحتفاظ. والحركة العشـوائية عبارة عن عملية تكون فيها العوائد المستقبلية مستقلة تماماً عن عوائد الماضي. وتبين الأعمدة المخططة في الشكل (٦-٢) انخفاض نسبة الخطر المتوقعة أقل من فرضية الحركة العشوائية.

ولكن البيانات الفعلية تؤكد أن فرضية الحركة العشوائية لا تنطبق على الأسهم، ويرجع هذا إلى أن المخاطر الفعلية لمتوسط عوائد الأسهم تنخفض أسرع بكثير من المتوقع، في ضوء فرضية الحركة العشوائية بسبب متوسط تراجع عوائد الأسهم.

ومـن ناحية أخرى، نجد أن الانحراف المعياري لمتوسـط العوائد الخاصة بالأصول ذات الدخل الثابت، لا يقل بنفس سرعة انخفاضه في حالة نظرية الحركة العشـوائية، وهذا يبين متوسـط النفور لعوائد السـندات. والمقصود بالنفور هو: عندما ينحرف عائد الأصول عن المتوسـط طويل الأجل الخاص به، تزداد احتمالية انحرافـه بصورة أكبر بدلاً من عودته إلى المعـدلات الطبيعية مرة أخرى. ومتوسـط نفور عوائد السـندات يُعـد من أهم خصائص التضخم على وجه التحديد، حيث تتغير الأسـعار بسرعة كبـيرة مما يجعل الأصول الورقية عديمة القيمة، ولكن متوسـط النفـور يوجد أيضاً في حالات التضخم البسـيطة التي أثرت على الولايات المتحدة وغيرها من الدول المتقدمة، وبمجرد أن تزداد سرعة معدلات التضخم تصبـح عمليـة التضخم تصاعدية وتراكميـة، ولا يجد مالكو السـندات أي فرصة لتعويض الخسـائر في القوة الشرائية. وعلى العكس من ذلك، نلاحظ أن حاملي الأسـهم ممن لديهم حق المطالبة بالأصول الفعلية، نادراً ما يعانون من الخسائر المستمرة الناتجة عن التضخم.

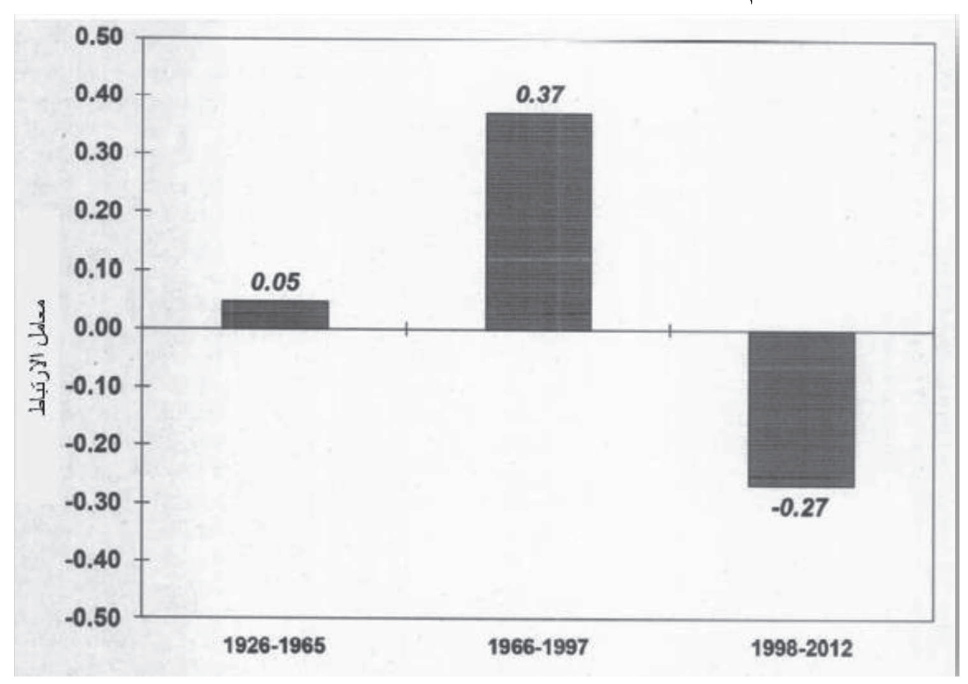
ويُرجـى ملاحظة أنني لا أزعم انخفاض نسـبة المخاطر الخاصة بحافظة الأسـهم كلما ازدادت الفـترة الزمنية، حيث ترتفع قيمة الانحراف المعياري لإجمالي عوائد الأسـهم بمرور الوقت، ولكنها ترتفع بمعدل متناقص. ومن ناحية أخرى، نرى أن التضخم غير المؤكد يؤدي إلى ارتفاع قيمة الانحراف المعياري للعوائد الفعلية للسندات بمعدل متزايد، كما يتسع أفق الاستثمار وتصبح السندات في النهاية أكثر خطورة من الحافظة المتنوعة للأسهم العادية.

تفاوت الارتباط بين عوائد الأسهم والسندات:

بالرغم من أن عوائد السـندات أقل من عوائد الأسـهم، إلا أن السندات قد تظل مفيدة في تنوع المحفظة الاسـتثمارية وتقليل نسـبة المخاطر. سوف يكون هذا الكلام صحيحاً إذا كانت عوائد الأسهم والسندات تربطهما علاقة عكسية، ولن يحدث ذلك إلا إذا سارت أسعار الأسـهم والسـندات في الاتجاه المعاكس[٤]. ويتم قياس تفاوت قوة الأصول بواسطة معامل الارتبـاط، حيث يتراوح معامل الارتباط بين -١ و+١، وهو يقيس التحرك المشـترك بين عائد

أحد الأصــول وعوائد الأصول الأخــرى. وكلما قل معامل الارتباط، كلما ســاهمت الأصول بشــكل أفضل في تنوع المحفظة الاستثمارية. وتعتبر الأصول التي لها معامل ارتباط يقترب من الصفر أو تحت الصفر بالقيمة السالبة، من العوامل المساهمة في التنوع بشكل أفضل. وإذا زاد معامل الارتباط بين عوائد الأصول وعوائد الحافظة، تقل جودة التنوع لدى الأصول.

ولقد تناولنا في الفصل الثالث تغير معامل الارتباط بين عوائد ســندات الخزانة والأسهم التي تصل مدتها إلى ١٠ سنوات، وهذا ما يعبر عنه مؤشر S & P 500. ويعرض لنا الشكل (٦-٣) معامل الارتباط بين العوائد الســنوية للأســهم والســندات في جميع المراحل الثلاثة ما بين عام ١٩٢٦م و٢٠١٢م، حيث نجد الارتباط من ١٩٢٦م وحتى ١٩٦٥م أكبر من الصفر بقليل، وهذا يدل على أن السندات كانت تساعد على تنوع الأسهم بصورة جيدة. والسبب في قــدرة الســندات على التنوع في هــذه المرحلة، هو أن هذه المرحلة اشــتملت على فترة الكســاد الكبير التي تميزت بتدهور النشاط الاقتصادي وأسعار المستهلك، وهذا الوضع كان سيئاً بالنسبة للأسهم ولكنه جيد بالنسبة للسندات الحكومية الأمريكية.



الشكل (٦-٣) معامل ارتباط العوائد الحقيقية للأسهم والسندات خلال فترات تاريخية مختلفة

ومع ذلك، فإن الأوقات العصيبة من الناحية الاقتصادية - في ظل معيار النقود الورقية - ترتبط بالتضخم أكثر من ارتباطها بانخفاض الأسعار، وهذا الأمر حقيقي بالفعل وينطبق على الفترة من منتصف الستينيات وحتى منتصف التسعينيات، حيث حاولت الحكومة تعويض الركود الاقتصادي من خلال سياسة نقدية توسعية، تميزت بارتفاع معدل التضخم بها. وفي ظل هذه الظروف، بدا أن أسعار الأسهم والسندات تسير معاً في نفس الاتجاه، مما أدى إلى انخفاض جودة التنوع لدى السندات الحكومية.

ولكن هذا التناسب الطردي قد تحول مرة أخرى في العقود الأخيرة الماضية. منذ عام ١٩٩٨م أصبحت أسعار الأسهم تربطها علاقة عكسية مرة أخرى بأسعار السندات الحكومية، ويرجع السبب في هذا التحول إلى عاملين أساسيين. في بداية تلك الفترة شهدت الأسواق العالمية موقفاً سيئاً نتيجة لوجود اضطرابات في الوضع الاقتصادي والعملة بقارة آسيا، ونتيجة التدهور الاقتصادي في اليابان وأيضاً أحداث ١١ سبتمبر الإرهابية. وبعد ذلك، تسببت الأزمة المالية عام ٢٠٠٨ في إثارة المخاوف التي ظهرت قبل ذلك في فترة الثلاثينيات، عندما ساد الركود وكانت السندات الحكومية هي أفضل أنواع الأصول. وقد أدت هذه الأحداث إلى أن أصبح سوق السندات الحكومية الأمريكية، هو الملاذ الآمن مرة أخرى لأولئك المستثمرين الذين يخافون من الاضطرابات الاقتصادية وانخفاض أسعار الأسهم.

ومع ذلك، فربما لا تظل سندات الخزانة مصدراً جيداً للتنوع على المدى البعيد، خاصة إذا عاود شبح التضخم الظهور مرة أخرى. ففي حالة ارتفاع معدلات التضخم، فسوف تضيع علاوة الإصدار التي توفرها سندات الخزانة حالياً للوقاية من الركود، مما يؤدي إلى زيادة الخسائر التي تلحق بأصحاب السندات.

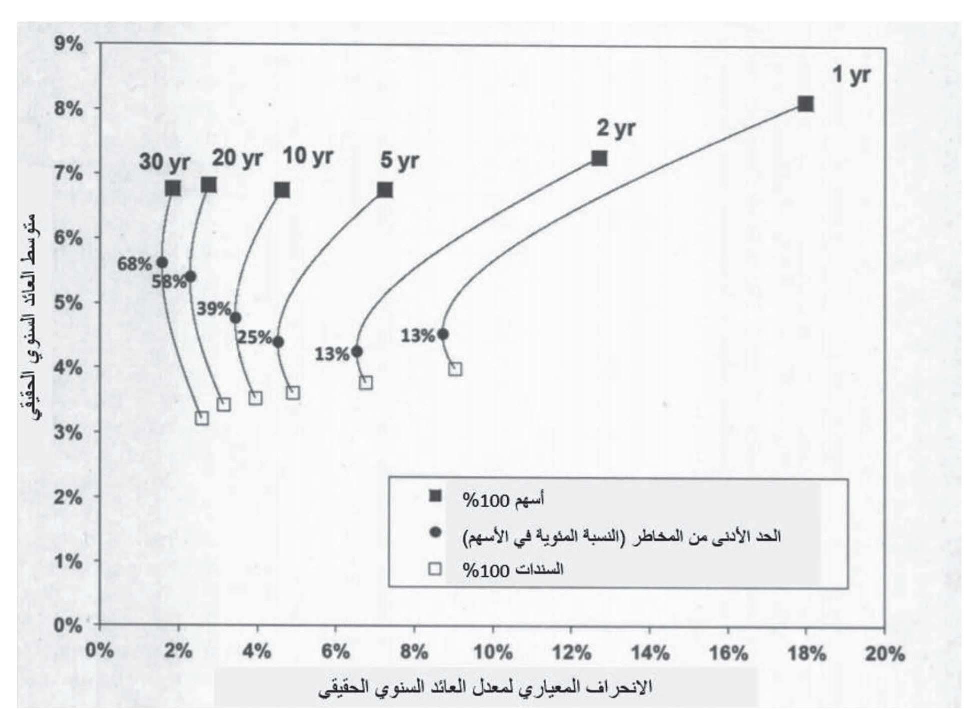
الحدود الفعالة[٥]:

توضح لنا النظرية الحديثة في المحفظة الاستثمارية إمكانية تغيير المستثمرين لنسبة الخطر وعائد الحافظة عن طريق تغيير الدمج بين الأصول. ويبين الشكل (٦-٤) المخاطر والعوائد الناتجة عن تنوع نسبة الأسهم والسندات، داخل المحفظة الاستثمارية خلال فترات الاحتفاظ المتفاوتة، والتي تتراوح بين ١ - ٣٠ سنة وفقاً لفترة مدتها ٢١٠ سنوات من البيانات الفعلية.

المربـع «الأبيض» في أسـفل كل منحنى يعبر عن المخاطر والعوائد لمحفظة اسـتثمارية تحتوي على السندات. أما المربع الأسود في قمة كل منحنى فإنه يعبر عن المخاطر والعوائد لمحفظة استثمارية تحتوي على الأسهم، والدائرة الموجودة على المنحنى تشير إلى الحد الأدنى للمخاطر، الذي يمكن تحقيقه عن طريق الدمج بين الأسهم والسندات، ويمثل المنحنى الذي يربـط بين جميع هذه النقاط، المخاطر والعوائد للدمج بين المحافظ الاسـتثمارية بنسـبة ١٠٠٪ سندات و١٠٠٪ أسهم، وهذا المنحنى - الذي يعرف باسم الحدود الكفؤة - هو جوهر التحليل الحديث للمحفظة الاستثمارية، وهو الأساس لنماذج توزيع الأصول.

ويرجى ملاحظة أن التوزيع الذي يحقق أقل نسبة للمخاطر هو الدور الذي تلعبه فترة احتفاظ المسـتثمر، حيث ينبغي على المستثمرين الذين يحتفظون بالأسهم والسندات لمدة عام واحد ويرغبون في تقليل نسبة المخاطر، أن تكون المحفظة الاستثمارية بالكامل تحتوي على السندات، وهذا الأمر ينطبق أيضاً على من يحتفظون بها لمدة عامين. أما في حالة فترة الاحتفاظ التي تصل إلى ٥ سنوات، يرتفع فيها توزيع الأسهم إلى ٢٥٪ من حيث الحد الأدنى للمخاطـر، ويواصل ارتفاعـه ليصل إلى أكثر من الثلث، عندما تصـل فترة الاحتفاظ إلى ١٠ سـنوات. وفي حالة فترة الاحتفاظ التي تصل إلى ٢٠ سـنة، يصبح الحد الأدنى للمخاطر أكثر من ٥٠٪ بالنسبة للأسهم، في حين يصبح ٦٨٪ في حالة الاحتفاظ لمدة ٣٠ سنة.

وفي ضـوء تلك الاختلافات البـارزة، قد يبدو عدم ذكر فترة الاحتفاظ في نظرية المحفظة الاستثمارية المعيارية أمراً محيراً. والسبب في ذلك يرجع إلى أن نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثـة، تم وضعها عندما أيـد الغالبية العظمى من الأسـاتذة الأكاديميين نظرية الحركة العشـوائية لأسعار السندات المالية. وكما أشرنا من قبل، عندما تتبع الأسعار نظرية الحركة العشـوائية، تصبح نسـبة المخاطر خـلال فترة الاحتفاظ أيـاً كانت مدتها عملية بسـيطة للمخاطـر خلال فترة معينة، حتى لا تتوقف المخاطر النسـبية لأنواع الأصول المختلفة على فترة الاحتفاظ. وفي تلك الحالة، يكون الحد الكفؤ مرتبطاً بالفترة الزمنية، ولا يتوقف توزيع الأصول على مدة الاسـتثمار الخاصة بالمسـتثمرين. وعندما لا يتبع سوق السندات المالية نظرية الحركة العشوائية، لا نحصل على تلك النتيجة[٦].



الشكل (٦-٤) مقايضات عوائد المخاطر (الحدود الكفؤة) للأسهم والسندات خلال فترات احتفاظ مختلفة، ١٨٠٢م - ٢٠١٢م

الخاتمة:

مما لا شــك فيه أن الأســهم قصيرة الأجــل تعتبر أكثر خطورة من الأصــول ذات الدخل الثابت، ولكن التاريخ أثبت أن الأسهم طويلة الأجل أكثر أمناً بالفعل من السندات بالنسبة للمســتثمرين على المــدى البعيد، الذين يرغبــون في الحفاظ على القــوة الشرائية للنقود. والتضخم غير المؤكد الذي يكمن في معيار النقود الورقية يعني أن «الدخل الثابت» لا يقصد به «القوة الشرائية الثابتة»، كما أوضح إيرفينج فيشر منذ قرنٍ من الزمن.

وبالرغم من البطء الشــديد لمعدل التضخم خلال العقد الماضي، إلا أن هناك الكثير من الشــك حول قيمة الدولار في المســتقبل، خاصة في ظل العجز الحكومي الكبير والسياســة النقدية البسيطة التي تتبعها البنوك المركزية في جميع أنحاء العالم. والبيانات الفعلية تؤكد

أنه من الممكن التأكد من القوة الشرائية للمحفظة الاســتثمارية المتنوعة التي تحتوي على الأسهم العادية لمدة ٣٠ عاماً، أكثر من ثقتنا في القوة الشرائية لرأس المال الموجود في سندات الخزانة التي تصل مدة استثمارها إلى ٣٠ عاماً.

الهوامش:

1. Irving Fisher, et a!., How to Invest When Prices Are Rising, Scranton, PA: G. Lynn Sumner & Co., 1912, p. 6.
2. R. Arnott, "Bonds, Why Bother?," Journal of Indexes, May /June 2009.
3. Chapter 22 on behavioral economics analyzes how investors' aversion to taking losses, no matter how small, affects portfolio performance.
4. This would mean that bond yields and stock prices move in the same direction.
5. This section, which contains some advanced material, can be skipped without loss of continuity.
6. For an excellent review of this literature, see Luis M. Viceira and John Y.Campbell, Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors, New York: Oxford University Press, 2002. Also see Nicholas Barberis, "Investing for the Long Run When Returns Are Predictable," Journal of Finance, vol. 55 (2000), pp. 225-264. Paul Samuelson has shown that mean reversion will increase equity holdings if investors have a risk-aversion coefficient greater than unity, which most researchers find is the case. See Paul Samuelson, "Long-Run Risk Tolerance When Equity Returns Are Mean Regressing: Pseudoparadoxes and Vindications of 'Businessmen's Risk,'' in W. C. Brainard, W. D. Nordhaus, and H. W. Watts, eds., Money, Macroeconomics, and Public Policy, Cambridge, MA: MIT Press, 1991, pp. 181-200. See also Zvi Bodie, Robert Merton, and William Samuelson, "Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Lifecycle ModeI," Journal of Economic Dynamics and Control, vol. 16, no. 3 (July-october 1992), pp. 427-450. Bodie, Merton, and Samuelson have shown that equity holdings can vary with age because stock returns can be correlated with labor income.

الفصل السابع
مؤشرات الأسهم تعكس واقع الأسواق

«سبق وأن قيلت: الأرقام تحكم العالم».

جون ولفغرين قوث،١٨٣٠م.
John Wolfgang Goethe, 1830.

متوسطات السوق:

«كيف هو حال السـوق؟»، أحد المستثمرين في سـوق الأسهم يسأل زميلة الآخر. «إنه يحظى بيوم جيد» - لقد ارتفع ١٠٠ نقطة.

بالنسـبة لمن يتابع الأسواق، «لا أحد سيسأل: ما هو الذي ارتفع ١٠٠ نقطة؟». متوسط داو جونز الصناعي ما زال هو الذي يشـار له عند السـؤال عن حال السوق، رغم اعترافهم بمحدوديـة المؤشر. هذا المؤشر، شـعبياً يطلق عليه داو، وهو معـروف جداً في الإعلام إلى درجـة أنه يطلق على المؤشر بـ «سـوق الأسـهم»، بصرف النظر عن عـدم قدرة المؤشر الكاملـة على وصف حركة أسـعار الأسـهم - وعمليـاً، لا يوجد أي مدير مـالي يربط أداءه بهذا المؤشر - حيث إن مؤشر الداو(DOW) يعتبر الطريقة التي يقوم معظم المسـتثمرين باستخدامها عند وصف الارتفاع أو الانخفاض في سوق الأسهم.

لكن اليوم يوجد العديد من المؤشرات، مؤشراتٍ أكثر شمولية، مثل: اس بي ٥٠٠ - والذي أنشـئ في عـام ١٩٧٥م من قِبل سـتاندرد اند بـورز، والتي هي الآن جـزء من «ماكغرو - هـل» الماليـة - والذي أصبح المؤشر الذي يقاس بة أداء الأسـهم الامريكيـة الكبيرة. أيضاً ناسداك، وهو سوق إلكتروني بدأ عام ١٩٧١م، وأصبح منصة إلكترونية لتبادل أسهم الشركات الإلكترونية. ويقيس مؤشر الناسـداك أداء شركات التكنولوجيا، مثل: مايكروسـوفت، انتل، جوجل وآبل.

بالرغـم مـن أن مصطلح «القطاع الصناعـي» يحمس الشركات الصناعيـة ذات الطراز القديم، إلا أن مؤشر داو جونز الصناعي أصبح يمثل بشـكل أكبر الشركات التي تسيطر على

المشـــهد اليوم، وفي عام ١٩٩٩م دخل مؤشر داو جونز الصناعي إلى عصر التكنولوجيا عندما اختارت الشركة - للمرة الأولى - اثنين من أســـهم مؤشر ناسداك - ميكروسوفت وإنتل - لكي تضمهما إلى قائمتها المميزة المكونه من ٣٠ سهماً. وتجدون أدناه قصة تلك المؤشرات الثلاثة المختلفة تماماً مع ثلاثة انعكاسات لسوق الأسهم.

معدلات مؤشر داو جونز:

قام تشـــارلز داو - وهو أحد مؤســـسي شركة داو جونز (الشركة التي تصدر أيضاً صحيفة وول ســـتريت الخاصة بســـوق المال) - بابتكار مؤشر داو جونز في أواخر القرن التاسع عشر. وفي ١٦ فبراير ١٨٨٥م، بدأ بإصدار متوســـط ١٢ ســـهماً يومياً (١٠ أســـهم للسكك الحديدية و٢ للقطاع الصناعي)، وهي تمثل الأســـهم النشـــطة ذات رأس المال الكبير. وبعد مرور أربع سنوات، بدأ داو بإصدار متوسط ٢٠ سهماً يومياً - ١٨ للسكك الحديدية و٢ للقطاع الصناعي.

وعندمـــا تبعت المصانع وشركات التصنيع الســـكك الحديدية لأهميتها، تم ابتكار مؤشر داو جونـــز الصناعـــي في ٢٦ مايو ١٨٩٦م، والذي يتكون من ١٢ ســـهماً الأصلية الموضحة في الجدول (٧-١). وقد تم إعادة تشـــكيل المؤشر القديم الذي ظهر عام ١٨٨٩م، وأُطلق عليه اســـم مؤشر الســـكك الحديدية في ٢٦ أكتوبـــر ١٨٩٦م، وفي عام ١٩١٦م تم توســـيع المؤشر الصناعي ليشمل ٢٠ سهماً، وفي عام ١٩٢٨م تم زيادة عدد الأسهم إلى ٣٠ سهماً، وهو العدد الموجود في عصرنا الحالي. أما بالنســـبة لمؤشر الســـكك الحديدية، فقد تم تغيير اســـمه إلى مؤشر النقل عام ١٩٧٠م، وهو يتألف من ٢٠ سهماً، وقد ظل هكذا لمدة قرن من الزمن.

وكانت شركات داو القديمة متخصصة في الســـلع: القطن، السكر، التبغ، الرصاص، الجلد، المطاط، وغيرها. وقد اســـتمرت ســـت شركات من أصل ١٢ على نفس النمط، ولكن هناك شركة واحدة فقط - جنرال إليكتريك - هي التي احتفظت بعضويتها في مؤشر داو الصناعي، واحتفظت أيضاً باسمها الأصلي[١].

ولقد ازدهرت جميع أســـهم داو الأصلية تقريبـــاً وأصبحت شركات كبيرة وناجحة، حتى وإن تـــم اســـتبعادها في النهايـــة من المؤشر (انظـــر الملحق في نهاية هـــذا الفصل للحصول عـــلى التفاصيـــل الدقيقة)، فيـــما عدا الشركة الأمريكيـــة لصناعة الجلود التـــي تم تصفيتها

في الخمسينيات، حيث حصل المساهمون على ١,٥٠ دولار أمريكي، بالإضافة إلى سهم واحد في شركة كيتا للنفط والغاز التي تم ضمها مؤخراً. ولكن في عام ١٩٥٥م، قام الرئيس لويل بيريل - الذي هرب بعد ذلك إلى البرازيل للفرار من السلطات الأمريكية - بنهب أموال شركة كيتا، وقد أصبحت الأسهم الموجودة في الشركة الأمريكية لصناعة الجلود - بعد أن كانت سابع أكبر شركة في الولايات المتحدة عام ١٩٠٩م - عديمة القيمة.

الجدول (٧-١) الأسهم في مؤشر داو جونز الصناعي ١٨٨٦م - ٢٠١٣م

١٨٩٦	١٩١٦	١٩٢٨	١٩٦٥	٢٠١٣
الزيت القطن الأمريكي	السكر الأمريكي	اللايدكميكال	اللايدكميكال	شركة 3m
السكر الأمريكي	كان الأمريكية	كان الأمريكية	شركة الألومنيوم الأمريكية	أميركان اكسبريس
التبغ الأمريكي	السيارات المسبك	السكر الأمريكي	يمكن لأمريكا أن	AT & T
غاز شيكاغو	الأمريكي	التبغ الأمريكي	أمريكا أبيب. & أبيب.	بوينغ
تقطيرو تغذية الماشية	القاطرة الأمريكية	تكرير الأطلسي	أمريكا النحاس	كتابلر
جنرال إلكتريك	الصهر الأمريكي	بيت لحم الصلب	بيت لحم الصلب	شفرون
غاز لاكيد	السكر الأمريكي	كرايسلر	كرايسلر	نظام سيسكو
الرصاص الوطني	الأمريكي. ؟؟	جنرال إلكتريك	دو بونت	الكوكا كولا
شمال أمريكا	نحاس اناكوندا	السيارات جينيرال	ايستمان كوداك	دو بونت
فحم وحديد تينيسي	بالدوين قاطرة	إشارة العام للسكك الحديدية	جنرال إلكتريك	اكسون موبيل
الجلد الأمريكية	جلدية المركزي	غوودريتش	أغذية عامة	جنرال إلكتريك
المطاط الأمريكية	جنرال إلكتريك	الحاصدة الدولية	المحركات العامة	جولدمان ساكس
	غوودريتش	النيكل الدولية	سنة جيدة	شركة انتل
	جمهورية الحديد	شاحنات ماك	الحاصدة الدولية	IBM
	والصلب	محركات ناش	نيكل الدولية	جونسون آند جونسون
	ستتدبكر	أمريكا الشمالية	الشركة العالمية رقة	ج. ب. مورجان تشيس
	شركة تكساس	قصوى بابل	جونز - مانفيل	ماكدونالدز
	المطاط الأمريكي	Postum، inc	أوينز إيلينوي زجاج	ميرك
	الصلب الأمريكي	راديو كورب	شركة بروكتر أند غامبل	مايكروسوفت
	النحاس يوتا	سيرز، روبك	سيرز، روبك	نايك
	وستنجهاوس	النفط القياسية (نيوجيرسي)	النفط القياسية. كاليفورنيا	فايزر
	الاتحاد الغربي	شركة تكساس	النفط القياسية. نيوجيرسي	شركة بروكتر أند غامبل
		كبريت تكساس الخليج	سويفت وشركاه	مسافرين
		يونيون كاربايد	تكساكو إنكوربوريتد	التكنولوجيا المتحدة
		الصلب الأمريكية	الاتحاد كاربايد	الصحة المتحدة
		فيكتور آلة الحديث	الولايات المتحدة الطائرات	فيريزون للاتصالات
		وستنجهاوس الكهربائية	الصلب الولايات المتحدة	تأشيرة
		ولوورث	وستنجهاوس	وول مارت
		رايت الطيران	ولوورث	والت ديزني

كيفية حساب مؤشر داو جونز:

مؤشر داو جونز الأصلي هو ببساطة عبارة عن مجموع أسعار الأسهم الموجودة مقسوماً على عدد الأسهم الموجودة في المؤشر، ولكن المقسوم عليه كان من الضروري أن يتغير مع الوقت لتجنب حدوث قفزات في المؤشر، عندما تكون هناك تغييرات في الشركات التي تنتمي للمؤشر أو تكون هناك انقسامات في الأسهم. وفي أكتوبر ٢٠١٣م، كانت قيمة المقسوم عليه حوالي ٠,١٥٥٧. وبذلك، يؤدي ارتفاع قيمة الأسهم في مؤشر داو ولو بنقطة واحدة إلى زيادة ٦,٥ نقطة تقريباً[٢].

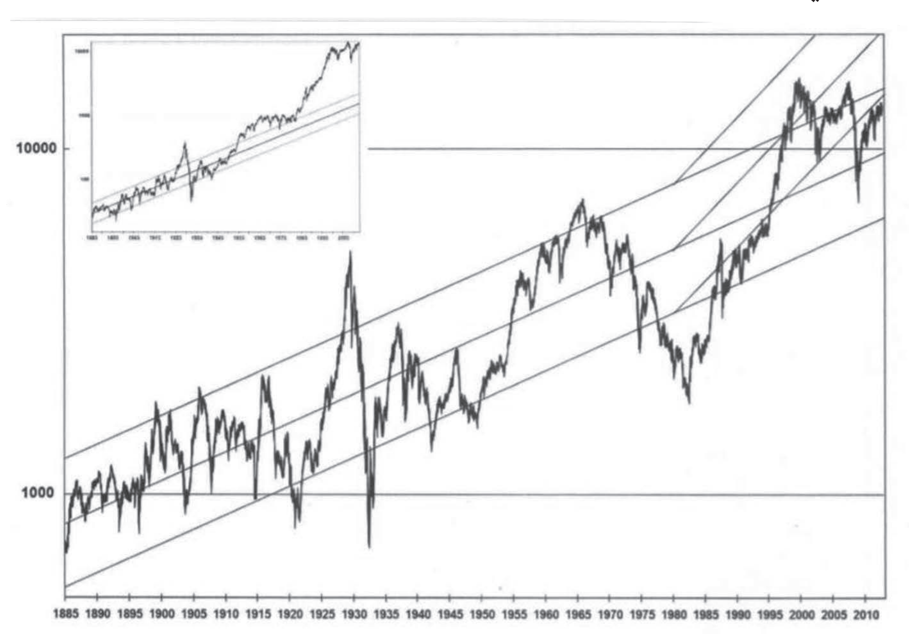
مؤشر داو جونز الصناعي عبارة عن مؤشر يعتمد على الأسعار، وهذا يعني أن أسعار الأسهم الموجودة يتم جمعها معاً، ثم قسمة الناتج على عدد الشركات المذكورة في المؤشر.وبالتالي، تصبح الحركات المتناسبة للأسهم ذات السعر المرتفع في مؤشر داو، لها تأثير أكبر من حركات الأسهم ذات السعر المنخفض، بصرف النظر عن حجم الشركة. وفي نوفمبر ٢٠١٣ كانت شركة فيزا - التي بلغ سعر السوق للسهم الواحد فيها ٢٠٠ دولار أمريك ي- تشكل أكثر من ٨٪ من المؤشر، في حين أن شركة سيسكو - والتي كان لأسهمها أقل سعر في السوق - كانت تمثل أقل من ١٪[٣].

وتعتبر المؤشرات المعتمدة على السعر غير شائعة؛ وذلك لأن تأثير سعر الأسهم الخاصة بالشركة على المؤشر لا يرتبط بحجم الشركة، وهذا الأمر يتعارض بشدة مع المؤشر الذي يعتمد على رأس المال، مثل: مؤشر ستاندارد وبور ٥٠٠ (S & P 500)، والذي يتناسب فيه حجم الشركة في المؤشر مع قيمة أسهمها في السوق. واعتباراً من أكتوبر ٢٠١٣م، تم تقدير قيمة أسهم داو (وعددها ٣٠) بمبلغ ٤,٥ تريليون دولار، وهذه القيمة أقل قليلاً من ربع رأس المال للسوق الأمريكية بالكامل. وفي نهاية عام ٢٠١٣م، لم يشتمل مؤشر داو جونز الصناعي على أكبر الأسهم، من حيث قيمتها في السوق على مستوى العالم - شركة آبل - ولم يشمل جوجل أيضاً، التي كانت واحدة من أكبر عشر مؤسسات من حيث قيمة أسهمها في السوق.

الاتجاهات طويلة الأجل في مؤشر داو جونز الصناعي:

يعرض لنا الشكل (٧-١) النسبة المرتفعة والمنخفضة الشهرية لمؤشر داو جونز الصناعي، منذ ظهوره عام ١٨٨٥م مع تعديله وفقاً للتغيرات التي طرأت على تكلفة المعيشة، والشكل الداخلي يبين مؤشر داو جونز الصناعي الذي لم يتم تعديله عند حدوث التضخم.

وقد تم إضافة خط وقناة على الرسم؛ من أجل ملاءمة مؤشر داو من الناحية الإحصائية مــع الخط الذي يعبر عن الزمن، وتمثل الحدود العلوية والســفلية التي لها قيمة الانحراف المعياري لها ١ أو ٥٠٪ أعلى أو أســفل الخط. أما ميل خط الاتجاه - ١,٩٤٪ ســنوياً - فإنه يمثل متوســط المعدل المركب، الذي تم من خلاله تقدير قيمة أســهم داو بعد التضخم منذ عام ١٨٨٥م. ومؤشر داو جونز الصناعي - مثل معظم المؤشرات الأخرى المعروفة - لا يشمل الأربــاح. لذلك، فإن تقدير قيمة الارتفاع في المــؤشر يعطي قيمة أقل بكثير لإجمالي عوائد أســهم داو. ونظرا لأن متوســط قيمة الأرباح لجميع الأســهم بلغ ٤,٣٪ تقريباً خلال هذه الفترة، نجد أن إجمالي العائد السنوي المركب الفعلي لأسهم داو بلغ ٦,٢٪ تقريباً سنوياً خلال هذه الفترة أيضاً[٤].



الشكل (٧-١) المتوسط الاسمي والحقيقي لمؤشر داو جونز الصناعي، ١٨٨٥م - ٢٠١٢م

ونلاحــظ أن مــؤشر داو الذي تم تعديله عند حدوث التضخــم، ظل داخل القناة دوال ثلاثة أرباع الفترة تقريباً. وعندما خرج مؤشر داو من القناة واتجه نحو الأعلى - كما حدث عــام ١٩٢٩م - في منتصف الســتينيات وأيضاً في عام ٢٠٠٠، حققت الأســهم عوائد ضعيفة

على المدى القريب. وبالمثل، عندما اخترقت الأســهم القناة واتجهت نحو الأســفل، حققت الأسهم عوائد مذهلة على المدى القريب. واعتباراً من أغسطس ٢٠١٣م، وصل ارتفاع مؤشر داو جونز الصناعي الذي تم تعديله وفقاً للتضخم إلى ١٦,١٣٠ كما حدث في يناير ٢٠٠٠م.

توخي الحذر عند استخدام خطوط الاتجاه للتنبؤ بالعوائد المستقبلية:

قد يؤدي اســتخدام القنــوات وخطوط الاتجاه للتنبــؤ بالعوائد المســتقبلية إلى نتائج مضللة، بالرغم من أنه يبدو مغرياً. وقد تم تغيير الاتجاهات التي اســتمرت طويلاً لأسباب اقتصاديــة منطقيــة. وقد خرج مؤشر داو الصناعي غير المعدل وفقاً للتضخم عن مســاره، وظل أعلى خط الاتجاه في منتصف الخمسينيات، كما هو موضح بالشكل الداخلي في الشكل (٧-١). والســبب في ذلك، يرجع إلى أن التضخم - الناتج عن الانتقال إلى اســتخدام معيار النقود الورقية - دفع أســعار الأسهم الاســمية لتصبح أعلى من مكانها السابق قبل حدوث التضخم. وبالنســبة لأولئك الذين اســتعانوا بتحليل خط الاتجاه، والذين فشلوا في تحقيق أســعار الأســهم على أرض الواقع بدلاً من القيم الاســمية، كانوا ليبيعوا أسهمهم عام ١٩٥٥ ولا يعاودون الدخول إلى السوق مرة أخرى أبداً[٥].

ولكن ظهر الآن تفســير آخر لســبب اختراق القنــاة مرة أخرى نحــو الأعلى؛ حيث إن مؤشرات الأســهم - كما رأينا فيما ســبق - تعبر فقط عن تقدير قيمة رأس المال، مما يقلل من قيمة إجمالي العوائد التي تشــمل الأرباح، ولكن الشركات قامت بتســديد قسم صغير جداً من إيراداتها كأرباح، واستفادت من الفرق لإعادة شراء أسهمها واستثمار رأس المال في عملياتها التجارية. لذلك؛ فإن هناك جزءاً كبيراً من عوائد الأســهم خلال الســنوات الأخيرة أصبح يأتي من مكاسب رأس المال بدلاً من الأرباح. ونتيجة لانخفاض متوسط عوائد الأرباح الخاصة بالأسهم إلى ٢,٨٨٪ نقطة منذ عام ١٩٨٠م، تم إضافة قناة جديدة إلى الشكل (٧-١) بانحدار يبلغ ٢,٨٨٪ نقطة نحو الأعلى؛ لكي يعبر عن الزيادة في النمو المتوقع لمكاسب رأس المال. وفي نهاية عام ٢٠١٢م، أصبح مؤشر داو جونز الصناعي الفعلي أكبر من المتوسط، ولم يتم تعديله كي يناســب التغير في عوائد الأرباح، ولكنه أقل من أدنى نقطة في القناة الخاصة بالأرباح.

مؤشرات القيمة المرجحة:

مؤشر ستاندرد آند بورز:

بالرغم من تأسيس موشر داو جونز الصناعي عام ١٨٨٥م، إلا أنه بالتأكيد لم يكن مؤشراً شاملاً لقياس قيم الأسهم، حيث كان يغطي ٣٠ سهماً على الأكثر. وفي عام ١٩٠٦م، تأسست شركة ستاندرد للإحصاءات، وفي عام ١٩١٨م، بدأت الشركة بإصدار أول مؤشر لقيم الأسهم بناءً على أداء كل سهم، وفقاً لرأس المال أو قيمته في السوق بدلاً من سعره مثل مؤشر داو جونز. وترجيح رأس المال في العصر الحالي هو تقديم أفضل دلالة لعوائد السوق بالكامل، وهذا المؤشر يتم استخدامه على مستوى العالم من أجل وضع معايير للسوق[٦]. وفي عام ١٩٣٩م، قام ألفريد كاولز - مؤسس لجنة كاولز للأبحاث الاقتصادية - باستخدام تقنيات ستاندرد آند بورز لترجيح السوق؛ من أجل وضع مؤشرات لقيم الأسهم منذ ١٨٧١م، والتي تتكون من جميع الأسهم الواردة في قائمة بورصة نيويورك لتداول الأسهم.

وقد بدأ مؤشر ستاندرد آند بورز لأسعار الأسهم في عام ١٩٢٣م، ثم أصبح في عام ١٩٢٦م مؤشر ستاندرد آند بورز المركب الذي يضم ٩٠ سهماً، ثم تم توسيع المؤشر كي يضم ٥٠٠ سهم في ٤ مارس ١٩٥٧م، ومن ثم أصبح مؤشر S & P 500. وفي ذلك الوقت، كانت قيمة مؤشر S & P 500 تمثل حوالي ٩٠٪ من قيمة جميع الأسهم الواردة في قائمة بورصة نيويورك. وتتكون ٥٠٠ سهم تحديداً من ٤٢٥ سهماً في القطاع الصناعي و٢٥ سهماً في السكك الحديدية و٥٠ سهماً في شركات المرافق. وقبل عام ١٩٨٨م، اقتصر عدد الشركات في كل صناعة على هذه الفئات الأساسية، ولكن منذ ذلك الحين لم يعد هناك أي قيود متعلقة بالشركات التي يتم اختيارها.

وتم اختيار قيمة أساسية، وهي ١٠ من أجل متوسط القيمة لمؤشر S & P منذ عام ١٩٤١م وحتى ١٩٤٣م. وبالتالي، عندما تم نشر المؤشر لأول مرة عام ١٩٥٧م، كان متوسط سعر حصة الأسهم (التي تتراوح ما بين ٤٥ و٥٠ دولاراً) مساوياً تقريباً لقيمة المؤشر، بحيث استطاع المستثمر حينئذ متابعة التغيرات في مؤشر S & P 500 بمنتهى السهولة، حيث إن التغيير بمعدل نقطة واحدة يقترب من تغير السعر لمتوسط قيمة الأسهم.

ويضـم مـؤشر S & P 500 بضع شركات صغيرة جداً، وهـي تمثل الشركات التي انخفضت قيمتها ويجب اسـتبدالها[٧]. واعتبـاراً من نهاية عام ٢٠١٢م، بلغـت القيمة الإجمالية لجميع الشركات في مؤشر S & P 500 حوالي ١٣,٦ تريليون دولار، وهذه القيمة تمثل أقل من ٧٥٪ من قيمة جميع الأسهم المتداولة في الولايات المتحدة، وأقل من نسبة ٩٠٪ التي كانت تمثلها عندما تم إعداد المؤشر في البداية. وسـوف نستعرض معاً في الفصل التالي تاريخ مؤشر S & P 500، إلى جانب الآراء الناتجة عن تحليل الأسهم الموجودة بهذا المؤشر المعروف على مستوى العالم.

مؤشر ناسداك (نظام الأسعار الآلي للجمعية الوطنية لوسطاء الأوراق المالية):

شـهدت طريقة تداول الأسـهم تغييراً جذرياً في ٨ فبراير عـام ١٩٧١م، حيث قام نظام الأسـعار الآلي في ذلك الوقت - المعروف باسـم ناسـداك (وهو اختصار لنظام الأسعار الآلي للجمعية الوطنية لوسـطاء الأوراق المالية) - بطرح مناقصة جديدة، وطلب تحديد أسـعار ٢٤٠٠ من أهم الأسـهم خارج البورصة، حيث سـبق أن تم تقديم أسـعار هذه الأسهم غير المدرجة في قائمة البورصة، على يد التاجر أو شركات السمسرة التي تجري عملية جرد، وقام نظام ناسداك بتوصيل النظم الخاصة بأكثر من ٥٠٠ من صناع السوق في جميع أنحاء الدولة بنظام حاسوب مركزي.

وعلى عكس مؤشر ناسـداك، نجد أن الأسـهم المتداولة في بورصـة نيويورك أو البورصة الأمريكيـة تـم تخصيصها لصانع سـوق متخصص (عـادة ما يعرف بـ «الأخصائي»)، وهو المسؤول عن تنظيم السوق لتلك الأسهم، كما قام مؤشر ناسداك بتغيير طريقة نشر الأسعار وجعل تداول هذه الأسهم أكثر جذباً لكل من المستثمرين والوسطاء.

وعندما تم ابتكار مؤشر ناسـداك، كان الانضمام إلى البورصة (وخاصة بورصة نيويورك) يعتبر أعلى مكانة من الانضمام إلى مؤشر ناسـداك، حيث إن أسـهم ناسداك غالباً ما تكون صغيرة، أو تخص شركات جديدة تم طرح أسـهمها للاكتتاب العام مؤخراً، أو أنها لم يتحقق لديهـا المتطلبـات التي تفرضها البورصـات الكبيرة. ومع ذلك، وجـدت الكثير من شركات التكنولوجيا الصغيرة مكانها الطبيعي في نظام ناسـداك الذي يعتمد على الحاسـوب، حيث كانت بعض هذه الشركات - مثل: إنتل ومايكروسـوفت - تفضل عدم الانتقال إلى المجلس الكبير - كما يطلق على بورصة نيويورك - حتى إذا كانوا مؤهلين لذلك.

وقد تم ضبط مؤشر ناسداك - وهو مؤشر يعتمد على رأس المال لجميع الأسهم المتداولة في نظام ناسـداك - عند ١٠٠ في اليوم الأول مـن التداول عام ١٩٧١م، وقد تطلب الأمر ١٠ سنوات كي يتم مضاعفة هذه القيمة إلى ٢٠٠، وبعد مرور ١٠ سنوات أخرى وصلت إلى ٥٠٠ عام ١٩٩١م، وقد حقق أول نجاح له عند قيمة ١٠٠٠ في يوليو ١٩٩٥م.

وكلـما زاد الاهتمام بأسـهم شركات التكنولوجيا، كلما زاد ارتفاع مؤشر ناسـداك، حيث تضاعفت قيمته إلى ٢٠٠٠ خلال السـنوات الثلاثة الأخيرة. وفي خريف ١٩٩٩م، رفع ازدهار أسهم شركات التكنولوجيا مؤشر ناسداك وأوصله إلى النجوم، حيث ارتفع المؤشر من ٢٧٠٠ في أكتوبر ١٩٩٩م إلى أعلى قيمة له على الإطلاق ٥٠٤٨,٦٢ في ١٠ مارس ٢٠٠٠م.

وقد أسـفرت زيادة الإقبال على أسـهم شركات التكنولوجيا عـن ارتفاع هائل في حجم الأسـهم الموجود في نظام ناسـداك. في البداية، حجم الأسـهم الموجـودة في هذه البورصة الإلكترونية يمثل قسماً ضئيلاً من تلك الموجودة في بورصة نيويورك، ولكن بحلول عام ١٩٩٤م تجاوز عدد الأسـهم الموجود في نظام ناسداك ذلك الموجود في بورصة نيويورك، وبعد مرور خمس سنوات تفوق حجم الدولار في نظام ناسداك على حجمه في بورصة نيويورك أيضاً[٨].

ولم يعد نظام ناسـداك موطن الشركات الصغيرة التـي تنتظر كي تصبح مؤهلة لعضوية المجلس الكبير. وبحلول عام ١٩٩٨م، تجاوز حجم رأس المال في ناسـداك حجمه في بورصة طوكيو. وفي ذروة ازدهار السوق في مارس ٢٠٠٠م، بلغت القيمة الإجمالية للسوق الخاصة بالشركات التي يتم تداول أسـهمها من خلال ناسـداك ما يقرب من ٦ تريليون دولار، وهي تمثل أكـثر من نصف هذه القيمة الخاصة ببورصة نيويورك، وأكثر منها في أي بورصة أخرى بالعالم. وفي بداية هذه الألفية كانت شركتا مايكروسوفت وسيسكو - المسجلتان في ناسداك - لهما أكبر قيمتين في السـوق على مسـتوى العالم. أما إنتل وأوراكل - مدرجتان في ناسـداك أيضاً - فكانتا أيضاً من بين أكبر ١٠ قيم في السوق على مستوى العالم.

وعندمـا انفجرت فقاعة التكنولوجيا، هبطت أسـعار وتداولات مؤشر ناسـداك بسرعة شـديدة، حيث انخفضت قيمة مؤشر ناسـداك مـن أكثر من ٥٠٠٠ في مـارس ٢٠٠٠م إلى ١١٥٠ في أكتوبـر ٢٠٠٢م، قبل أن يعاود الارتفاع مرة أخرى إلى ٣٠٠٠ في نهاية عام ٢٠١٢م. كما انخفضـت قيمة التداول أيضاً من متوسـط يتجاوز ٢,٥ بليـون، في الوقت الذي كانت

الأسـعار لا تتجاوز ٢ بليون في عام ٢٠٠٧م. وبالرغم من هذا الانخفاض في مؤشر ناسـداك، إلا أن تداولاته ظلت مستمرة لبعض من أكبر الأسهم قيمة على مستوى العالم.

ولكـن أهمية التداولات الفردية و«قاعة التداول» قد انخفضت بشـكل حاد، حيث إن الغالبية العظمى من نسـبة الأسـهم المدرجة في قائمة بورصة نيويـورك لا يزال يتم تداولها إلكترونيـاً، وفي عام ٢٠٠٨م قامت بورصة نيويورك بشراء البورصة الأمريكية، وفي أواخر عام ٢٠١٢م قامت بورصة التداول عبر القارات - وهي شركة تم تأسيسـها منذ ١٢ عاماً ومقرها في أتلانتا تقوم بمداولة العقود الآجلة إلكترونياً - بتقديم عرض قيمته ٨ بليون دولار أمريكي كي تحصـل على بورصة نيويورك. وبالرغم من أن الأمر يبدو مثيراً بالنسـبة لمحرري الأخبار أن يبثوا برامجهم من داخل قاعة التداول ببورصة نيويورك، إلا أن هذا المبنى ذا الأعمدة - الذي تم بناؤه عند شـارعي برود وول ستريت عام ١٩٠٣م، من أجل تداول الأسهم الخاصة بأكبر وأهم الشركات في العالم - سوف يغرق قريباً في الظلام.

مؤشرات الأسهم الأخرى: مركز أبحاث أسعار الأوراق المالية:

في عام ١٩٥٩م، تلقى الأستاذ جيمس لوري - أستاذ الدراسات العليا في مجال إدارة الأعمال بجامعة شيكاغو - طلباً من شركة الوساطة الخاصة بميريل لينش وبيرس وفينر وسميث، حيث أرادت الشركة دراسـة أداء الأفراد في اسـتثمار الأسـهم العادية، ولكنها لم تتمكن من العثور على بيانات حقيقية موثوقة. وقد شـكل الأستاذ لوري فريق عمل مع زميله لورانس فيشر؛ من أجل بناء قاعدة بيانات للأوراق المالية التي يمكن أن تساعد في الإجابة عن هذا التساؤل.

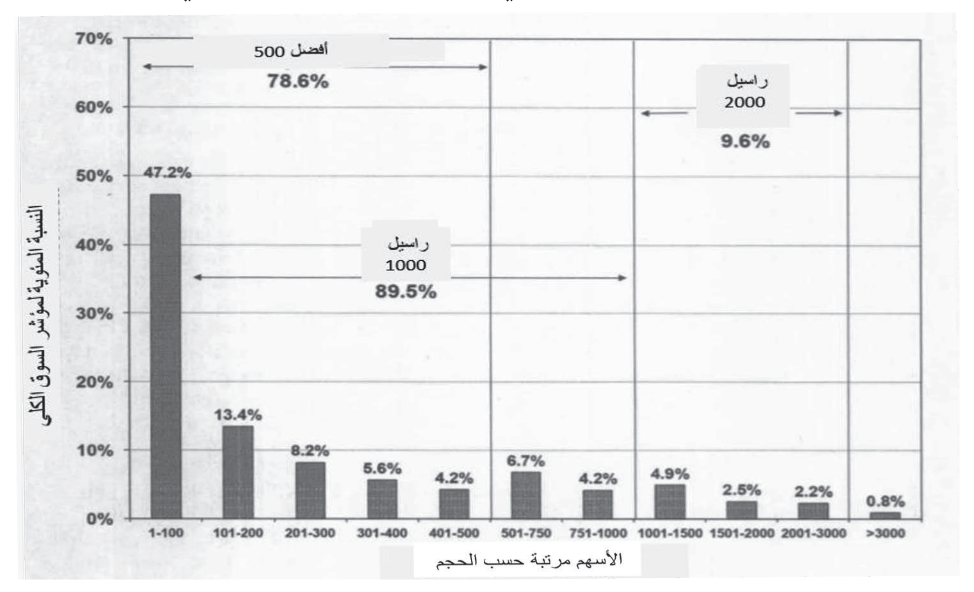
وبمسـاعدة تكنولوجيا الحاسـب الآلي التي كانت لا تزال في بدايتهـا، قام لوري وفيشر بتأسـيس مركز بحوث أسـعار الأوراق المالية (واختصاره كريسـب)، حيث يضم هذا المركز أول ملف إلكتروني عن أسـعار الأسـهم منذ ١٩٢٦م، والذي أصبح قاعدة البيانات المقبولة من أجل إجراء الأبحاث الأكاديمية والمهنية. وتشـتمل قاعدة البيانات في الوقت الحالي على جميع الأسهم التي يتم تداولها في بورصة نيويورك، وسوق التداول الأمريكية ونظام ناسداك.

وفي نهاية عام ٢٠١٢م، كانت قيمة السـوق لما يقرب من ٥٠٠٠ سهم في قاعدة البيانات حوالي ١٩ تريليون دولار، ويعتبر مركز بحوث أسـعار الأوراق المالية (كريسب) أكبر وأشمل مؤشر للشركات الأمريكية.

ويوضح الشـــكل (٧-٢) انخفاض الحجم والقيمة الإجمالية لرأس المال في السوق للأسهم الموجودة في قائمة مركز البحوث (كريســـب)، حيث تشكل أكبر ٥٠٠ شركة - التي تعتبر هي نفســـها تقريباً المســـجلة في مؤشر S & P 500 - ٧٨,٦٪ من قيمة السوق لجميع الأسهم، في حين تمثل أكبر ١٠٠٠ شركة من حيث قيمتها في الســـوق - والتي تعتبر هي نفسها الموجودة في روســـيل ١٠٠٠، التي أعلنت عنها مجموعة روســـيل للاســـتثمار - حوالي ٩٠٪ من إجمالي قيمة الأسهم، ويضم روسيل ٢٠٠٠ الشركات الكبرى التي تأتي في المركز الثاني وعددها ٢٠٠٠، والتـــي تضيف ٩,٦٪ إلى قيمة الســـوق لإجمالي قيمة المؤشر، في حين يمثل روســـيل ٣٠٠٠ - وهو المجموع الكلي لمؤشري روســـيل ١٠٠٠ و٢٠٠٠ - ٩٩,١٪ من إجمالي الأسهم الأمريكية، والأسهم المتبقية ١٧٨٨ تشكل ٠,٨٪ من قيمة جميع الأسهم التي يتم تداولها[٩].

انحياز العائد في مؤشرات الأسهم:

نظـــراً لمـــا تقوم به مؤشرات الأســـهم - مثل: مـــؤشر S & P 500 - دائماً من إضافة شركات جديدة وحذف للشركات القديمة، يظن بعض المستثمرين أن العائد الذي يتم حسابه من خلال هذه المؤشرات، سيكون أعلى من العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمرون في السوق بأكمله.



الشكل (٧-٢) مؤشر السوق الكلي وفق كريسب، ٢٠١٢م

ولكــن هذا ليس صحيحاً. فبالرغم من أن أفضل الأســهم من حيث الأداء ســوف تظل موجــودة في مــؤشر S & P 500، إلا أن هــذا المؤشر يفتقر إلى القــدرة على رفع الكثير من الأسهم الصغيرة والمتوسطة نحو الأعلى، ومثال ذلك: شركة مايكروسوفت التي لم يتم إضافتها إلى مؤشر S & P 500 حتى يونيو ١٩٩٤م، أي بعد ثمانية أعوام من طرح أســهمها للاكتتاب العام. وصحيح أن مؤشرات الأسهم الصغيرة هي التي تحتضن بعضاً من أفضل عمليات نمو الأســهم، إلا أنها تشتمل أيضاً على «الملائكة الساقطة»، التي سقطت من مؤشرات الشركات الكبيرة وتتجه نحو الأسفل.

لا يكون هناك انحياز للمؤشر إذا كان المســتثمر يمكنه محاكاة أدائه. ولمحاكاة أداء أي مــؤشر، يجب إعلان تاريخ عمليات الحذف والإضافة من وإلى المؤشر قبل أي شيء؛ لكي يتم شراء الأسهم الجديدة وبيع الأسهم المحذوفة، وهذا الأمر له أهمية بالغة بالنسبة للشركات التــي تواجــه الإفلاس. يجب أن يضع المؤشر ســعر مــا بعد الإفلاس في عــين الاعتبار (قد يكون هذا السعر صفر)، ويمكن للمستثمرين محاكاة جميع مؤشرات الأسهم الكبرى، مثل: ســتاندرد آند بورز ومؤشر داو جونز الصناعي وناســداك[١٠]. وبالتالي، ما من ســبب إحصائي يدفعنا إلى الاعتقاد بأن هذه المؤشرات تعطي عائداً أفضل من السوق.

الملحق: ماذا حصل لـ ١٢ سهماً الأصلية في مؤشر داو جونز الصناعي؟

هناك سهمان احتفظا باسميهما الأصليين وصناعتهما الأصلية (جينرال إليكتريك ولاكليد)، وخمســة أســهم أصبحت شركات عامة كبرى في مجالها الصناعي الأصلي (القطن الأمريكي، التبغ الأمريكي، شيكاغو جاس، القومية للرصاص، والشركة الأمريكية الشمالية)، وسهم واحد تــم دمجه مع مصنع الصلب الأمريكي العملاق (تينيسي للفحم والحديد)، وســهمان تحولا إلى القطــاع الخاص (الأمريكية للســكر، والأمريكية للمطاط) وتــم ذلك خلال الثمانينيات. ومن المثير للدهشــة أن هناك شركة واحدة فقط (ديستيلينج وكاتل للأغذية)، قامت بتغيير خط الإنتــاج الخاص بها (من المشروبــات الكحولية إلى الصناعــات البتروكيماوية)، وشركة واحدة فقط (الأمريكية للجلود) تم تصفيتها. وفيما يلي تحليل للأسهم ١٢ الأصلية (القيمة السوقية اعتباراً من ديسمبر ٢٠١٢م):

- الشركــة الأمريكية لإنتاج زيت بذور القطن: أصبحت هذه الشركة تعرف باســم «بســت فوود» في عام ١٩٢٣م، وباســم «تنقية منتجات الذرة» عام ١٩٥٨م، وأخيراً باســم: شركة CPC الدولية عام ١٩٦٩، وهي من أكبر شركات الأغذية التي يغطي إنتاجها ٥٨ دولة. وفي عــام ١٩٩٧م، توقفت شركة CPC عن عملها في مجال تنقية الذرة، باعتبارها شركة دولية لإنتاج الذرة وقامت بتغيير اســمها إلى «بست فوودز». وقد انضمت شركة بست فوودز إلى يونيليفــر في أكتوبر ٢٠٠٠م مقابل ٢٠,٣ بليــون دولار، وشركة يونيليفر يقع مقرها في هولندا، وتقدر قيمتها في السوق بمبلغ ١١٥ بليون دولار.
- الأمريكية للســكر: أصبحت تعرف باســم «أمســتر» في عــام ١٩٧٠، وانتقلت إلى القطاع الخــاص في عــام ١٩٨٤م، وفي ســبتمبر ١٩٩١م قامت الشركة بتغيير اســمها إلى «دومينو فوودز» المحدودة؛ وذلك لكي تشــير إلى خط دومينو الخاص بها لإنتاج الســكر المعروف على مستوى العالم.
- الأمريكيــة للتبغ: قامت هذه الشركة بتغيير اســمها إلى «أمريكان براندز» AMB في عام ١٩٦٩م، ثــم إلى «فورتشــن براندز» FO عام ١٩٩٧م، وهي شركــة تقدم منتجات عالمية عملها الأســاسي في مجــال الخمور ومســتلزمات المكاتب وأدوات الجولــف والكماليات المنزليــة. وقد قامت شركــة «أمريكان براندز» ببيع الشركة الأمريكيــة للتبغ التابعة لها، بما في ذلك «بول مول» و«لاكي ســترايك برانــدز» إلى شركة B. A. T عام ١٩٩٤م، وفي عام ٢٠١١م قامت «فورتشــن براندز» بتغيير اسمها إلى «بيم» المحدودة، والتي تعمل كشركة توزيع للمشروبات الروحية، وتقدر قيمتها في السوق بمبلغ ٩ بليون دولار.
- شيكاغو جاس: أصبحت تُعرف هذه الشركة في عام ١٨٩٧م بشركة «بيبولز جاس لايت آند كوك»، ثم بعد ذلك في ١٩٨٠م أصبح اسمها «بيبولز إنيرجي» وهي من الشركات القابضة، وفي عام ٢٠٠٦م قامت شركة «ويبس ريسورسيس» بشراء بيبولز إنيرجي وتغيير اسمها إلى مجموعة إنتيجري لمصادر الطاقة، وتقدر قيمتها في السوق بمبلغ ٤,١ بليون دولار، وكانت شركة بيبولز جاس لايت تنتمي إلى مؤشر داو جونز للخدمات حتى مايو ١٩٩٧م.
- شركة ديســتيلينج آند كاتيل للأغذية: لقد مرت هذه الشركة بمراحل كثيرة ومعقدة، حيث غيرت اســمها إلى الشركة الأمريكيــة لتصنيع المشروبات الروحية، ثــم بعد ذلك أصبحت تعرف بشركة ديســتيلر ســيكيوريتي. وبعد شــهرين من إصدار قانــون الحظر، قامت

الشركة بتغيير اختصاصها وأصبحت الشركة الأمريكية للمنتجات الغذائية، ثم غيرت اسمها مـرة أخرى إلى الشركة الوطنيـة للكيماويات والخمور، وفي عـام ١٩٨٩م أصبحت تعرف باسـم شركة كوانتم للصناعات الكيماوية، وهي من أكبر منتجي الصناعات البتروكيماوية والبروبان. وقبل أن تشهر إفلاسها، قامت هانسون PLC بشرائها مقابل ٣,٤ بليون دولار، وهـي عبارة عن مجموعات شركات إنجليزية أمريكية، وأصبحت تعرف باسـم: ميلينيوم للصناعـات الكيماوية في أكتوبـر ١٩٩٦م، ثم قامت شركة ليونـدل للصناعات الكيماوية بشراء شركة ميلينيوم في نوفمبر ٢٠٠٤م، وفي ٢٠٠٧م دخلت شركة ليوندل تحت سـيطرة الشركة الهولندية التي أطلقت على نفسها اسم: شركة ليوندل باسيل، وتقدر قيمة ليوندل باسيل حالياً في السوق بمبلغ ٢٨ بليون دولار.

- جينرال إلكتريك: تم تأسيسـها عـام ١٨٩٢م وهي صاحبة الأسـهم الأصلية الوحيدة التي لا تـزال موجـودة في مؤشر داو جونـز الصناعي، وهي عبارة عـن مجموعة ضخمة من شركات التصنيع والبث التي تملك NBC وCNBC، وتقدر قيمتها في السـوق بمبلغ ٢١٨ بليـون دولار، وهي بذلك تحتل المركز الثالث من حيث ارتفاع قيمة الأسـهم في الولايات المتحدة.
- لاكليد جاس: وقد قامت هذه الشركة بتغيير اسمها إلى مجموعة شركات لاكليد المحدودة، وهي تعمل في مجال التوزيع بالتجزئة للغاز الطبيعي بمنطقة سانت لويس، وتقدر قيمتها في السوق بمبلغ ٩٠٠ مليون دولار.
- الشركة الوطنية للرصاص: وقد غيرت اسـمها في ١٩٧١م إلى NL Industries، وهي تقوم بتصنيـع منتجات متعلقة بالأمان ورمان البلي (محمل الكريات)، إلى جانب ثاني أكسـيد التيتانيوم والمواد الكيماوية المتخصصة، وتقدر قيمتها في السوق بمبلغ ٥٢٠ مليون دولار.
- الشركـة الأمريكية الشـمالية: أصبحت هذه الشركة في عام ١٩٥٦م تعرف باسـم: الشركة المتحـدة للكهربـاء، وهي تنتج الكهرباء لكل من ميسـوري وإلينـوي، وفي يناير ١٩٩٨م انضمت الشركة المتحدة للكهرباء مع شركة الخدمات العامة بوسـط إلينوي (سيبسـكو) لينتج عن هذا الاندماج شركة أميرين، وتقدر قيمتها في السوق بمبلغ ٧٢ بليون دولار.
- شركـة تينيـسي للفحم والحديد: قـام مصنع الصلـب الأمريكي بشراء هـذه الشركة عام ١٩٠٧م وأصبـح اسـمها في مايو ١٩٩١م: USX-U. S. لإنتـاج الصلب. وفي يناير ٢٠٠٢م،

قامت الشركة بتغيير اســمها مرة أخرى ليصبح: الشركــة الأمريكية لإنتاج الصلب، وتقدر قيمتها في السوق بمبلغ ٣ بليون دولار.

- الشركــة الأمريكية للجلود: وهي واحدة مــن أكبر الشركات في مجال صناعة الأحذية التي ظهرت في أوائل هذا القرن، وتم تصفيتها في يناير ١٩٥٢ بعد أن دفعت للمســاهمين فيها ١,٥٠ دولار، بالإضافة إلى ســهم في شركة النفط والغاز، وبالطبع كانت هذه القيمة ضئيلة جداً.

- الشركة الأمريكية للمطاط: أصبحت هذه الشركة تعرف باســم: يونيرويال عام ١٩٦١م، ثم انتقلت إلى القطاع الخاص في أغســطس ١٩٨٥م، وفي عام ١٩٩٠م قامت مجموعة شركات ميشــلين الفرنســية بشراء ينويرويال التي كانت قيمتها في الســوق تقدر بمبلغ ١٥ بليون دولار.

الهوامش:

1. Chicago Gas Company, an original member of the 12 Dow stocks, became Peoples Energy, Inc., and was a member of the Dow Utilities Average until May 1997.
2. The procedure for computing the Dow Jones averages when a new (or split) stock is substituted is as follows: the component stock prices are added up before and after the change, and a new divisor is determined that yields the same average as before Notes 389 the change. Because of stock splits, the divisor generally moves downward over time, but the divisor could increase if higher-priced stocks are substituted for a lower-priced ones, as occurred in September 2013.
3. A price-weighted index has the property that when a component stock splits, the split stock has a reduced impact on the average, and all the other stocks have a slightly increased impact. Before 1914, the divisor was left unchanged when a stock split, and the stock price was multiplied by the split ratio when computing the index. This led to rising stocks having greater weight in the average, something akin to value-weighted stock indexes today.
4. This return is probably an underestimate, since the average yield on Dow stocks tends to be higher than the overall market.
5. For a related situation in which a long-standing benchmark was broken because of inflation, see the first section in Chapter 11, “An Evil Omen Returns”.
6. In 2004 Standard & Poor’s went to a “float-adjusted” weighting of shares that excluded shares held by insiders, other corporations, and governments. This reduced the weights of such large corporations as Walmart in the S&P 500 Index, where many shares are owned by the Walton family.
7. The 2013 criteria for admission include (1) the market capitalization must be at least $4 billion, (2) the U.s. portion of fixed assets and revenues must be the largest of all the assets and revenues (need not exceed 50 percent), (3) there must be four consecutive quarters of positive earnings as reported (GAAP earnings), and (4) the corporate governance structure must be consistent with U. s. practice.
8. There is admittedly some double counting of volume in the Nasdaq dealer system because the dealer buys the security rather than acts as an auctioneer. See Anne M. Anderson and Edward A. Dy], “Trading Volume: NASDAQ and the NYSE,” Financial Analysts Journal, vol. 63, no. 3 (May /June 2007), p. 79.
9. Closely related to the CRSP indexes is the Dow Jones Wilshire 5000 Index, which was founded in 1974 and contains approximately 5,000 firms.
10. The original Value Line Index of 1,700 stocks, which was based on a geometric average of the changes in the individual stocks, was biased downward. This eventually led Value Line to abandon the geometric average in favor of the arithmetic one, which could be replicated.

الفصل الثامن

مؤشر S & P 500

أكثر من نصف قرن من تاريخ المؤسسات الأمريكية:

«معظم التغيرات التي نظن أننا نراها في حياتنا تنتج عن الحقائق التي في صالحنا أو ضدنا».

روبرت فروست، "الكوخ الأسود"، ١٩١٤م.

من بين المؤشرات الثلاثة الكبرى للأسهم في السوق الأمريكية - داو جونز الصناعي، وناسداك، ومؤشر S & P 500 - هناك مؤشر واحد فقط أصبح المعيار العالمي لقياس أداء الأسهم. وقد تم إطلاق هذا المؤشر في ٢٨ فبراير ١٩٥٧م، حيث انبثق من مؤشر ستاندرد آند بورز المركب، وهو مؤشر يعتمد على القيمة المرجحة ظهر عام ١٩٢٦م ويضم ٩٠ سهماً من الأسهم الكبرى. ومن المثير للسخرية أن هذا المؤشر المركب قام باستبعاد أكبر الأسهم على مستوى العالم في ذلك الوقت - وهو الشركة الأمريكية للهاتف والتلغراف - وذلك لأن مؤشر S & P لم يكن يريد أن يسيطر أداء هذه الشركة الضخمة على المؤشر. ولتصحيح هذا الخطأ والاعتراف بنمو الشركات الجديدة التي ظهرت بعد انتهاء الحرب، قام مؤشر ستاندرد آند بورز بجمع ٥٠٠ سهم من أكبر المصانع وشركات السكك الحديدية، وشركات المرافق التي كان يتم تداولها في بورصة نيويورك.

وكان مؤشر S & P 500 يشكل تقريباً ٩٠٪ من إجمالي قيمة الشركات المسجلة في المجلس الكبير عام ١٩٥٧م، وسرعان ما أصبح هو المعيار المستخدم لمقارنة أداء المؤسسات والاستثمارات في الأسهم الأمريكية الكبرى. ويحتوي مؤشر S & P 500 في الأصل على ٤٢٥ سهماً للقطاع الصناعي، و٢٥ سهماً للسكك الحديدية، و٥٠ سهماً لشركات المرافق. ولكن هذا التصنيف لم يعد يتم العمل به في عام ١٩٨٨م؛ من أجل الالتزام باشتمال المؤشر

على «٥٠٠ سهم من أكبر الشركات المتخصصة في أهم الصناعات بالمجال الاقتصادي»، وذلك وفقاً لمؤشر ستاندرد آند بورز.

ومنذ تأسيس هذا المؤشر، يتم تحديثه باستمرار عن طريق إضافة شركات جديدة، تتوفر فيها معايير ســتاندرد آند بورز الخاصة بقيمتها في السوق وإيراداتها والسيولة النقدية[١]، مع مراعــاة حــذف عدد من الشركات التي لا تتحقق لديها هــذه المعايير بنفس عدد الشركات المضافة، حيث بلغ إجمالي عدد الشركات الجديدة المضافة إلى مؤشر S & P 500، منذ بداية العمل به عام ١٩٥٧م وحتى ٢٠١٢م ما يعادل ١١٥٩ شركة بمتوسط ٢٠ شركة مضافة سنوياً، وتمثل الشركات الجديدة في المتوسط حوالي ٥٪ من قيمة السوق الخاصة بالمؤشر.

وفي عــام ١٩٧٦م، حقق المؤشر أعلى عدد من الشركات الجديدة المضافة إليه خلال عام واحد، وذلك عندما قام ســتاندرد آند بورز بإضافة ٦٠ سهماً، منها ١٥ خاصة بالمصارف و١٠ لــشركات التأمين، وحتى ذلك العام كانت أســهم التمويل الوحيــدة الموجودة بالمؤشر هي شركات التمويل الاســتهلاكي؛ وذلك لأن المصارف وشركات التأمين تم تداولها خارج البورصة، وأيضاً لم تكن بيانات الأسعار في ذلك الوقت متوفرة كي يتم حساب المؤشر، إلى أن بدأ العمل بمؤشر ناســداك في عام ١٩٧١م. وفي عام ٢٠٠٠م، في ذروة نجاح أسهم شركات التكنولوجيا، تم إضافة ٤٩ شركة جديدة إلى المؤشر، وهو أعلى عدد تم إضافته منذ ظهور أسهم ناسداك عام ١٩٧٦م. وفي ٢٠٠٣م تراجع عدد الشركات المضافة إلى أدنى عدد وهو ٨ شركات.

تناوب القطاعات في مؤشر S & P 500:

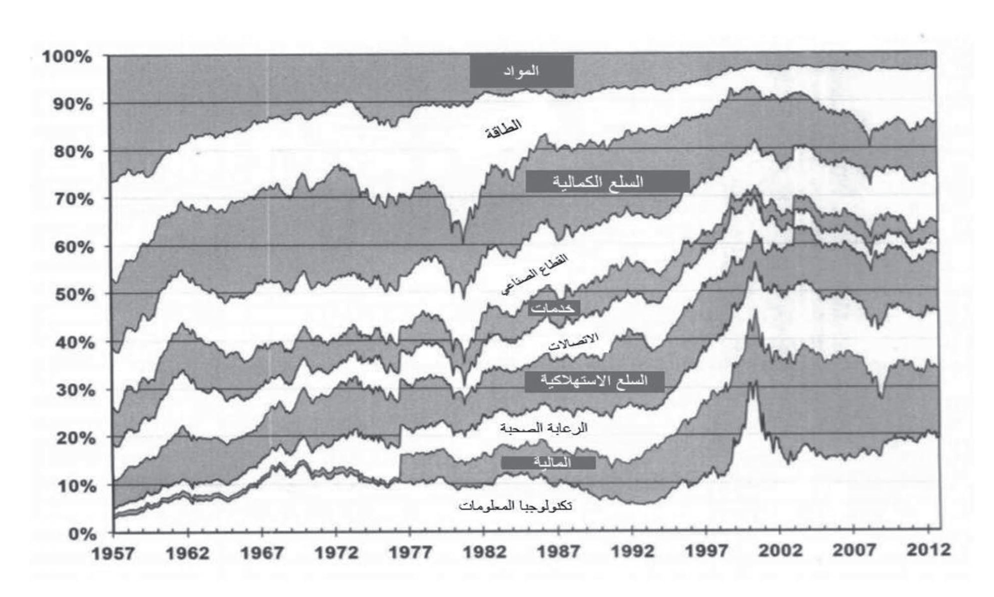
لقد أدى تطــور الاقتصاد الأمريكي خلال النصف قرن الماضي إلى حدوث تغيرات جذرية في المجال الصناعي، حيث فرضت شركات الصلب والكيماويات والسيارات والنفط سيطرتها على اقتصاد بلادنا، في حين أن شركات الرعاية الصحية والتكنولوجيا وشركات التمويل وغيرها من شركات خدمة المستهلك هي المسيطرة في عصرنا الحالي.

وكثيراً ما يســتعين المســتثمرون النشطون بتحليل الاســتثمار من أجل توزيع محافظهم الاستثمارية، وقد تم وضع أشهر نظام لتصنيف الصناعات عام ١٩٩٩م، عندما انضمت شركة ســتاندرد آند بورز إلى مورجان ستانلي من أجل تأسيس معيار التصنيف العالمي للصناعات،

وقـد نتج هـذا النظام عن مدونـة الصناعات المعيارية السـابقة التـي وضعتها الحكومة الأمريكية، والتي لم يكن معدل نموها مناسباً لاقتصادنا المعتمد على الخدمات[٢].

يقسـم معيار التصنيف العالمي للصناعات الاقتصاد إلى ١٠ قطاعات: المواد (كيماويات، ورق، صلب، وتعدين)، صناعات (السلع الرأسمالية، الدفاع، النقل، خدمات تجارية وبيئية)، الطاقة (الاستكشـاف، الإنتاج، التسـويق، تكرير النفط والغاز، والفحم)، المرافق (الكهرباء، الغاز، الميـاه، شركات توليد أو نقل الطاقة النووية)، خدمات الاتصالات (الخطوط الأرضية، الهواتف المحمولة، اللاسـلكي، عرض النطاق الترددي)، سـلع ترفيهية (المستلزمات المنزلية، السـيارات، الملابس، الفنادق، المطاعم، وسـائل الإعـلام، البيع بالتجزئة)، السـلع الغذائية (الأغذية، التبغ، منتجات شخصية، البيع بالتجزئة، والأسواق الكبرى)، الرعاية الصحية (إنتاج المعـدات، تقديم الرعاية الصحية، الأدوية، التكنولوجيا الحيوية)، المالي (الخدمات المصرفية التجارية والاستثمارية، الرهن العقاري، السمسرة، التأمين، والخدمات العقارية)، تكنولوجيا المعلومـات (خدمات البرمجة، الإنترنـت، الترفيه المنزلي، معالجة البيانات، الحاسـب الآلي، وأشباه الموصلات).

يوضح لنا الشـكل (٨-١) مقدار قيمة السـوق لكل قطاع من هذه القطاعات في مؤشر S & P 500 منذ عام ١٩٥٧م وحتى ٢٠١٢م. هناك الكثير من التغيرات الهائلة، حيث نجد أن قطاع المواد - وهو الأكبر تقريباً عام ١٩٥٧م - قد أصبح واحداً من أصغر القطاعات عند نهايـة عام ٢٠١٢م (بالإضافـة إلى المرافق والاتصالات)، كما أن قطاعـي المواد والطاقة كانا يمثلان نصف قيمة السوق تقريباً للمؤشر عام ١٩٥٧م، ولكن في عام ٢٠١٣م أصبحا يشكلان معـاً ١٤٪ فقط مـن المؤشر. ومن ناحية أخرى، نجد أن قطاعات التمويل والرعاية الصحية والتكنولوجيـا التي كانت في البدايـة تحتل المراكز الثلاثة الأخيرة وتمثل ٦٪ فقط من المؤشر عام ١٩٥٧م، أصبحت تسـيطر الآن على نصف قيمة السـوق تقريبـاً لجميع شركات مؤشر S & P 500 في عام ٢٠١٣م.



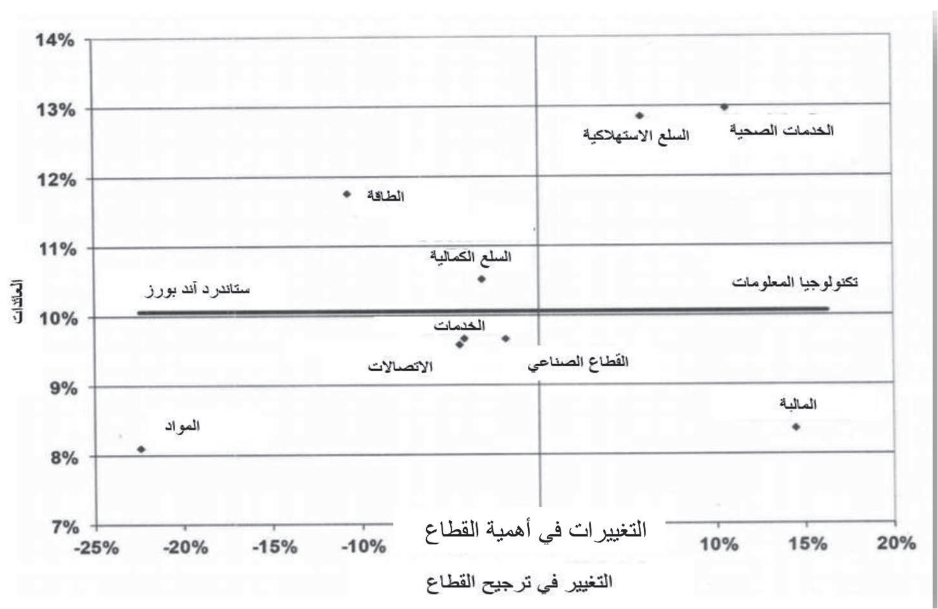
الشكل (٨-١) القيمة السوقية لقطاعات S & P 500 كنسبة مئوية من إجمالي S & P 500، ١٩٥٧م - ٢٠١٢م

ويجب أن ندرك أنه عند قياس التطور خلال فترات زمنية طويلة، ليس بالضرورة أن يرتبط ارتفاع أو انخفاض قيمة السوق بارتفاع أو انخفاض العوائد. والسبب في ذلك، يرجع إلى أن التغير في قيمة القطاع غالباً ما يعكس التغير في عدد الشركات، وليس فقط التغير في قيمة كل شركة. وهذا الكلام صحيح تماماً وخاصة في قطاع التمويل؛ حيث إن هناك بعض شركات الخدمات المصرفية التجارية والاستثمارية وشركات التأمين وشركات السمسرة والشركات التي ترعاها الحكومة، مثل: فاني ماي وفريدي ماك، قد تم إضافتها إلى المؤشر[٣]. كما زادت أيضاً قيمة شركات التكنولوجيا نتيجة إضافة شركات جديدة. ففي عام ١٩٥٧م كان حجم شركة IBM للحواسيب والبرمجيات، يعادل ثلثي قطاع التكنولوجيا. أما في عام ٢٠١٣م، أصبحت هذه الشركة مجرد شركة تحتل المركز الثالث في قطاع يضم ٧٠ شركة.

ويمكننا أن نرى من خلال الشكل (٨-٢) العلاقة الضعيفة بين التغير في قيمة السوق للقطاع وبين العوائد، حيث نجد أن قطاع التكنولوجيا الأسرع نمواً حقق عوائد تزيد عن المتوسط قليلاً، في حين أن قطاع التمويل الذي يأتي في المركز الثاني بعد التكنولوجيا حصل على المركز الثاني من حيث ضعف العوائد. وبالتالي، فإن قيمة القطاعين التكنولوجي والمالي تزداد نتيجة إضافة العديد من الشركات الجديدة إليهما، وليس بسبب زيادة قيمة الأسهم.

صحيح أن قطاعي الرعاية الصحية والسلع الغذائية ازدادت قيمتهما وحققا عوائد أعلى من المتوســط، ولكن قطاع الطاقة تراجعت قيمته في السوق بشكل كبير من ٢٠٪ إلى ١١٪، وبالرغم من ذلك حقق عوائد بنســبة ١١,٧٦٪ أعــلى بكثير من مؤشر S & P 500. ويؤكد التحليــل الإحصائي أن ١٠٪ فقط من عوائد أي قطاع خلال الـ ٥٠ عاماً الماضية، ترتبط بمدى توسع أو تقلص هذا القطاع، وهذا يعني أن ٩٠٪ فقط من عائد الاستثمار لأي قطاع يتوقف عــلى عوائد الشركات الموجــودة في هذا القطاع، وليس معدل نمو الصناعة نفســها. وغالباً ما تجذب القطاعات سريعة النمو المستثمرين؛ كي يدفعوا مبالغ طائلة لا تحقق سوى عوائد ضئيلــة. وبالتالي، غالباً ما تكون أعلى قيمة موجودة لدى القطاعات التي تتراجع أو تتقلص والتي يتجاهلها المستثمرون، وتعتبر أسعارها منخفضة بالنسبة للقطاعات الأساسية.

ويوضــح الجدول (٨-١) أداء أكبر ٢٠ شركة التي وضعها ســتاندرد آنــد بورز في القائمة الأولى له عام ١٩٥٧م. ومن أبرز الســمات التي تميز هذه الشركات، هي أن جميع شركات النفــط وعددها ٩ الموجــودة بالقائمة تحتل المراكز العــشرة الأولى، وأن عوائد جميع هذه الشركات تزيد على مؤشر S & P 500 بمعدل يتراوح بين ٩٦ و٢٧٥ نقطة سنوياً.



الشكل (٨-٢) العلاقة بين تغير أهمية القطاع وعوائد القطاع لمؤشر S & P 500، ١٩٥٧م - ٢٠١٢م

وكانــت شركة رويال داتش للبترول تحتل المركز الأول من بين ٢٠ شركة الأصلية في مؤشر S & P 500، وهي شركة تم تأسيســها في هولندا، ومن الشركات التي قام ستاندرد آند بورز بحذفها من المؤشر عام ٢٠٠٢م عند استبعاد جميع الشركات الأجنبية. أما الشركة التي تأتي في المركز الثاني، فهي شركة ســوكوني موبيل للنفط والتي انســحبت من شركة ســوكوني (أي شركة النفط القياسية بنيويورك) عام ١٩٦٦م، ثم انضمت إلى إكسون عام ١٩٩٩م. أما شركة الخليج للنفط التي تحتل المركز الثالث وشركة كاليفورنيا القياسية للنفط في المركز السادس وشركة تكســاس في المركز الثامن، فقد اتحدوا جميعاً لينتج عنهم تشـيفرون تيكساكو التي كانت تعرف باســم: تيكســاكو للاختصار، وشركة المركز الرابع هي شــل للنفط وهي شركة أمريكية قامت شركة رويال داتش بشرائها عام ١٩٨٥، ولم تعد تنتمي إلى مؤشر S & P 500، والمركز الخامس يعود إلى شركة نيوجيرسي القياســية للنفط التي تغير اســمها إلى إيكســون عام ١٩٧٢م، وهي حالياً تنافس شركة آبل باعتبارها صاحبة أكبر أســهم من حيث قيمتها في السوق على مستوى العالم، وتحتل شركة إنديانا القياسية للنفط المركز التاسع، وقد انضمت هــذه الشركة إلى PB أموكو عام ١٩٩٨م، وتأتي شركة فيليبس للبترول في المركز العاشر والتي انضمت إلى كونوكو (شركة النفط القارية) لتكوين كونوكو فيليبس عام ٢٠٠٢م.

الجدول (٨-١) عوائد أكبر ٢٠ شركة حسب مؤشرات S & P 500، ١٩٥٧م - ٢٠١٢م

رتبة العائد	الاسم ١٩٥٧	١٩٥٧ - ٢٠١٢ العائد	١٩٥٧ رتبة رأس مال السوق
١	رويال داتش للبترول	١٢,٨٢٪	١٢
٢	سوكني موبيل النفط	١٢,٧٦٪	١٣
٣	بترول الخليج	١٢,٤٦٪	٦
٤	شركة شل للنفط	١٢,٤٠٪	١٤
٥	شركة ستاندرد أويل نيوجيرسي	١٢,٢٨٪	٢
٦	شركة ستاندرد أويل كاليفورنيا	١٢,٠٢٪	١٠
٧	IBM	١١,٥٧٪	١١

رتبة العائد	الاسم ١٩٥٧	١٩٥٧ - ٢٠١٢ العائد	١٩٥٧ رتبة رأس مال السوق
٨	تكساكو	١١,٤٣٪	٨
٩	شركة ستاندرد أويل	١١,٣٦٪	١٦
١٠	فيليبس بتروليوم	١١,٠٣٪	٢٠
١١	AT & T	٩,٧٦٪	١
١٢	اتحاد كربيد	٩,٧٥٪	٧
١٣	جنرال إلكتريك	٩,٦٥٪	٥
١٤	سيرز، روبك	٨,٠٤٪	١٥
١٥	دو بونت	٧,٤٢٪	٤
١٦	ايستمان كوداك	٦,٠٩٪	١٩
١٧	USX كورب	٦,٠٠٪	٩
١٨	شركة الألومنيوم الأمريكية	٤,٢٤٪	١٧
١٩	المحركات العامة	٣,٧١٪	٣
٢٠	بيت لحم الصلب	_	١٨
	متوسط أعلى ١٠ متوسط أعلى ٢٠ ستاندرد آند بورز ٥٠٠	١٢,٠٩٪ ١٠,٩٤٪ ١٠,٠٧٪	

والشركة الوحيدة القادرة على تجاوز أي من شركات النفط هي IBM للحواسيب والبرمجة، والتي تم تأسيسها عام ١٩١١م باعتبارها شركة C-T-R (للحواسيب والتبويب والتسجيل)، وظلت شركة IBM صاحبة أكبر قيمة في مؤشر S & P 500 (بأكثر من ٦٪) منذ عام ١٩٨٣م وحتى ١٩٨٥م، وفي عام ٢٠١٣م لا تزال تنتمي إلى المراكز العشرة الأولى التي تضم الشركات الأعلى قيمة في السوق.

وهنـاك عشر شركات من العشرين الأصلية تتسـم بضعف الأداء في مؤشر S & P 500، حيـث كانت الشركـة الأمريكية للصلب وشركة AT & T وجنرال موتـورز يوماً ما من أكبر الـشركات في العالم، وقد سـلكت كل من الأمريكية للصلب وAT & T مسـاراً متعرجاً من التغيرات الصناعية وتصفيات الشركات، وفجأة تراجع أداؤهما ليصبح حجمهما يعادل جزءاً صغـيراً من حجمهما في المـاضي، ولكن كلاهما عاد مجدداً. واعتبـاراً من ٢٠١٣م، أصبحت AT & T تحتل المركز الثالث عشر من حيث قيمتها في السوق بالولايات المتحدة.

وقد تأسست شركة الولايات المتحدة لصناعة الصلب في ١٩٠١م نتيجة اتحاد ١٠ شركات لإنتـاج الصلب، وكان أندرو كارنيجي هو المسـؤول عنهـا وج. ب. مورجان هو من يمولها. وبعـد هذا الاتحاد حققت الشركـة أول مبيعات لها على الإطلاق بقيمة بليون دولار، وهي تسيطر على ثلثي السوق الأمريكي. ولكي تدعم نفسها في ظل ارتفاع تكاليف الطاقة، قامت بـشراء شركة ماراثون للنفط عام ١٩٨٢م وأطلقت على نفسـها اسـم شركة USX، وفي عام ١٩٩١م انفصلت الشركة الأمريكية لإنتاج الصلب كشركة مستقلة، وفي عام ٢٠٠٣م تراجعت قيمة أسهمها لتصبح أكثر من ١ بليون دولار بقليل، وهي نفس قيمتها منذ قرن مضى، حيث أدى خفض التكاليف بشدة إلى تراجع الشركة الأمريكية لإنتاج الصلب، وهي الآن أصبحت تحتـل المركز الثاني باعتبارهـا من أكبر شركات إنتاج الصلب الأمريكيـة بعد ميتال للصلب بالولايـات المتحـدة، التي قامت بشراء - من بين شركات الصلب الأخرى - الأصول المفلسـة الخاصـة بشركة بيت لحم لإنتـاج الصلب، وهي الشركة التي كانت في المركز الثامن عشر في مؤشر S & P 500 عام ١٩٥٧م.

أمـا الشركة الأمريكية للهاتف والتلغراف، فقد كانت أكبر شركة في العالم عندما انضمت إلى مـؤشر S & P 500 عـام ١٩٥٧م، وظلت محتفظة بهذا المركز حتى عام ١٩٧٥م، وكانت هـذه الشركة تفتخر بقيمتها في السـوق التي بلغت ١١,٢ بليـون دولار عام ١٩٥٧م، وهذا المبلغ أصبح يأتي في مراكز النصف الأخير من مؤشر S & P 500 عام ٢٠١٢م. ولكن الشركة التي تحتكر الهاتف المعروفة باسم «ما بيل» تفككت عام ١٩٨٤، مما أسفر عن ظهور شركة «بيبـي بيل» الإقليمية، كما قامت شركـة SBC للاتصالات في عام ٢٠٠٥م بشراء شركتها الأم AT & T بعد سـقوطها، وبعد شراء بعض الـشركات الأخرى نجحت في العودة إلى أكبر ٢٠ شركة من حيث قيمتها في السـوق بالولايات المتحدة وذلك عام ٢٠٠٧م. وسـوف تجد أن

عوائد شركة AT & T لمدة ٥٥ عاماً - وذلك إذا احتفظت أيضاً بجميع أسهم «بيبي بيل» بعد انفصال «ما بيل» منذ ٢٣ عاماً - ستعطيك عائداً سنوياً بنسبة ٩,٧٦٪ وهذه القيمة المطابقة للمؤشر.

تأسست شركة جنرال موتورز نتيجة اندماج ١٧ شركة لإنتاج السيارات عام ١٩٠٨م، وتم إعدادها كي تصبح أكبر شركة لإنتاج السيارات على مستوى العالم، ولكن تأثير التنافس الأجنبي وزيادة التزامات الرعاية الصحية أجبرا شركة جنرال موتورز على إعلان إفلاسها عام ٢٠٠٩م أثناء الكساد الكبير، ومع ذلك قامت الشركة بالاتحاد مرة أخرى والاندماج مع شركة تويوتا التي تعد أكبر شركة لتصنيع السيارات في العالم. وبالرغم من تراجع أسهم شركة جنرال موتورز إلى الصفر، إلا أن قيمة دلفيا ورايثيون ونظم البيانات الإلكترونية التي انفصلت عنها الشركة الضخمة المصنعة للسيارات قبل إعلان إفلاسها، قد منحت المساهمين عائداً سنوياً ضئيلاً بنسبة ٣,٧١٪ منذ عام ١٩٥٧، ثم تمكنت شركة إيستمان كوداك من تقديم عائد أكبر بقليل - وهذه الشركة أفلست في يناير ٢٠١٢م - ولكن نظراً لتنازلها عن أسهمها في شركة إيستمان للكيماويات الأكثر نجاحاً عام ١٩٩٤، نجحت الشركة الأم في تقديم عائد بنسبة ٦٪ للمساهمين منذ عام ١٩٥٧م. ولكن لم يكن هذا هو الحال بالنسبة للمساهمين في شركة بيت لحم لإنتاج الصلب، حيث أفلست الشركة التي تحتل المركز الثاني في إنتاج الصلب على مستوى العالم عام ٢٠٠١م، ولم يكن المساهمون الأصليون لديهم أية أصول من أجلها. أما فيما يتعلق بالشركات الثلاثة المتبقية، فإنها تنتمي إلى مجال صناعة المواد. تراجعت عوائد يونيون كاربيد (التي تعد الآن جزءاً من داو للكيماويات) قليلاً في السوق، في حين انخفضت عوائد دوبونت وألكوا بشكل ملحوظ أقل من قيمة المؤشر.

أعلى الشركات مركزاً من حيث الأداء:

يوضح الجدول (٨-٢) أداء أفضل ٢٠ شركة في مؤشر S & P 500 الأصلي، والتي نجحت في الحفاظ على بنيتها وكيانها كما هي، بالإضافة إلى عائدها السنوي والقطاع الذي تنتمي إليه كل منها وإجمالي العائد لكل دولار تم استثماره. أما الجدول (٨-٣) فهو يعرض أفضل ٢٠ شركة تمكنت من الاستمرار أو تم دمجها مع شركة أخرى[٤].

الجدول(٨-٢) عوائد أداء أفضل ٢٠ شركة والقدرة على البقاء بحسب مؤشر S & P 500

المرتبة	الاسم ١٩٥٧	الاسم ٢٠١٢	رمز السهم	العائدات	القطاع	التراكم من ١$
١	Philip Morris	Altria Group Inc	MO	٪١٩,٤٧	السلع الاستهلاكية	١٩٧٣٧,٣٥
٢	Abbott Labs	Abbott Laboratories	ABT	٪١٥,١٨	الخدمات الصحية	٢٥٧٧,٢٧
٣	Coca Cola	Coca Cola Co	KO	٪١٤,٦٨	السلع الاستهلاكية	٢٠٢٥,٩١
٤	Colgate Palmolive	Colgate-Palmolive Co	CL	٪١٤,٦٤	السلع الاستهلاكية	١٩٩٠,٥٥
٥	Bristol-Myers	Bristol Myers Squibb co	BMY	٪١٤,٤٠	الخدمات الصحية	١٧٦٨,٥٠
٦	Pepsi-Cola co	Pepsico Inc	PEP	٪١٤,١٣	السلع الاستهلاكية	١٥٤٧,٤٤
٧	Merck & Co	Merck & Co. Inc. New	MRK	٪١٣,٩٥	الخدمات الصحية	١٤١٩,٢٦
٨	Heinz	Heinz H J Co	HNZ	٪١٣,٨٠	السلع الاستهلاكية	١٣١٧,٣٤
٩	Melville Corp	C V S Caremark Corp	CVS	٪١٣,٦٥	السلع الاستهلاكية	١٢٢٤,٨١
١٠	Sweet Co	Tootsie Roll Inds	TR	٪١٣,٥٧	السلع الاستهلاكية	١١٧٨,٩٢
١١	Crane Co	Crane Co	CR	٪١٣,٥٧	القطاع الصناعي	١١٧٨,٤٤
١٢	Hershey Foods	Hershey Co	HSY	٪١٣,٥٣	السلع الاستهلاكية	١١٥٤,٠٢
١٣	Pfizer Inc	Pfizer Inc	PFE	٪١٣,٣٨	الخدمات الصحية	١٠٧٢,٦١
١٤	Equitable Gas	E Q T Corp	EQT	٪١٣,١٦	الطاقة	٩٦٤,٤٧
١٥	General Mills	General Mills Inc	GIS	٪١٣,١٢	السلع الاستهلاكية	٩٤٧,٠٣
١٦	Oklahoma Net Gas	Oneok Inc New	OKE	٪١٣,٠٤	المواد	٩٠٧,٤٢
١٧	Procter & Gamble	Procter & Gamble Co	PG	٪١٣,٠٠	السلع الاستهلاكية	٨٩٠,٩٧$
١٨	Deere & Co	Deere & Co	DE	٪١٢,٨٦	القطاع الصناعي	٨٣٣,٠٥
١٩	Kroger Co	Kroger Company	KR	٪١٢,٧٠	السلع الاستهلاكية	٧٦٨,٨٨
٢٠	McGraw Hill Co	McGraw Hill Co Inc	MHP	٪١٢,٥٨	السلع الكمالية	٧٢٥,٥٢

الجدول (٨-٣) عوائد أداء أفضل ٢٠ شركة بحسب مؤشر S & P 500 (١٩٥٧م - ٢٠١٢م)

المرتبة	الشركة الأصلية	الشركة الباقية	العائد السنوي
١	Philip Morris	Altria Group, Philip Morris International	٪١٩,٥٦
٢	Thatcher Glass	Altria Group, Philip Morris International	٪١٨,٤٣
٣	Lane Bryant	Limited Group	٪١٧,٨٤
٤	National Can	Privatized	٪١٧,٧١
٥	Dr. Pepper	Privatized	٪١٧,٠٩
٦	General Foods	Altria Group, Philip Morris International	٪١٧,٠٣

المرتبة	الشركة الأصلية	الشركة الباقية	العائد السنوي
٧	Del Monte Corp	Altria Group, Philip Morris International	٪١٦,٥١
٨	Standard Brands	Altria Group, Philip Morris International	٪١٦,٤١
٩	National Dairy	Altria Group, Philip Morris International	٪١٦,٣٠
١٠	Celanese Corp	Privatized	٪١٦,١٩
١١	RJ Reyonolds Tobacco	Altria Group, Philip Morris International	٪١٥,٧٨
١٢	National Biscuit	Altria Group, Philip Morris International	٪١٥,٧٨
١٣	Penick & Ford	Altria Group, Philip Morris International	٪١٥,٦٤
١٤	Flintkote	British American Tobacco	٪١٥,٦٠
١٥	Lorillard	Loews Corp	٪١٥,٢٩
١٦	Abbott Labs	Abbott Labs	٪١٥,١٢
١٧	Columbia Pictures	Coca Cola	٪١٤,٨٥
١٨	Coca Cola	Coca Cola	٪١٤,٦٦
١٩	Colgate Palmolive	Colgate Palmolive	٪١٤,٦٤
٢٠	Bristol Myers	Bristol Myers	٪١٤,٥٩

أفضل شركة حتى الآن هي فيليب موريس التي قامت بتغيير اسمها في عام ٢٠٠٣م إلى مجموعة شركات ألتريا، وفي عام ٢٠٠٨م انفصلت عن الفرع الدولي لها (فيليب موريس الدولية)[٥]. وقد قامت شركة فيليب موريس بتقديم «رجل مارلبورو» للعالم - وهو من أبرز الرموز على مستوى العالم - وذلك قبل عامين من تأسيس مؤشر S & P 500. وبالتالي، أصبحت سجائر مارلبورو أكثر السلع مبيعاً في العالم، وساهمت في دفع فيليب موريس نحو الأمام.

وقد ساهم متوسط العائد السنوي لشركة فيليب موريس خلال النصف قرن الماضي - بنسبة ١٩,٤٧٪ سنوياً - في مضاعفة العائد السنوي لمؤشر S & P 500 الذي يبلغ ١٠,٠٧٪، وهذا العائد يعني أن استثمار ١٠٠٠ دولار في شركة فيليب موريس في ١ مارس ١٩٥٧م، سوف ينمو ليعطي ٢٠ مليون دولار بحلول نهاية عام ٢٠١٢م، أي أكثر من ١٠٠ ضعف نموها الذي يبلغ ١٩١٠٠٠ دولار في مؤشر S & P 500.

ولا يرجع تاريخ الأداء المميز لشركة فيليب موريس فقط إلى نصف قرن مضى، حيث كانت هذه الشركة هي الأفضل أداءً منذ عام ١٩٢٥م، أي منذ تقديم العوائد الشاملة

على الأســهم الفردية لأول مــرة. ومنذ نهاية عام ١٩٢٥م حتــى نهاية عام ٢٠١٢م، قدمت شركة فيليب موريس عائداً ســنوياً مركباً بنســبة ١٧,٣٪، وهذه النســبة أعلى من مؤشرات الســوق بمقدار ٧,٧٪. فلو افترضنا أن جدتك قامت بشراء ٤٠ سهماً (تكلفتها ١٠٠٠ دولار) في شركة فيليب موريس عام ١٩٢٥م، والتزمت بخطة اســتثمار الأرباح الخاصة بها، لكانت أسهمها تعادل أكثر من ١ بليون دولار عند نهاية عام ٢٠١٢م.

ولم يتســع ســخاء شركة فيليب موريس ليشــمل المســاهمين فيها فقط، فقد أصبحت هــذه الشركــة في النهاية تملك ١٠ شركات أخــرى من الشركات الأصليــة التي تنتمي لمؤشر S & P 500، وأصبح الكثير من المســتثمرين فاحشي الثراء؛ لأن أســهم شركاتهم يتم تداولها مع أســهم شركات ناجحة مثل فيليب موريس، ومن ثم كان اللحاق بركب هؤلاء الناجحين هو سخاء غير متوقع بالنسبة لكثير من المساهمين.

كيف تصبح الأخبار السيئة للشركات أخباراً جيدة بالنسبة للمستثمرين:

قد يندهش بعض القراء من كون شركة فيليب موريس أفضل شركة بالنسبة للمستثمرين في ظــل القيود التي تفرضها الحكومة، والقوانــين التي كانت تكلف الشركة عشرات البلايين من الدولارات، وفي بعض الأحيان هددت هذه الشركة المنتجة للسجائر بالإفلاس.

ولكن في أســواق المال هناك واقع يقول: إن الأخبار الســيئة لدى الشركة غالباً ما تكون أخباراً جيدة بالنســبة للمستثمرين، الذين يملكون أســهماً بها ويعيدون استثمار أرباحهم. فإذا أصبح المستثمرون متشائمين أكثر من اللازم تجاه احتمالات أحد الأسهم، فسوف يساعد انخفاض الأسعار المساهمين الذين يعيدون استثمار أرباحهم في شراء الشركة بثمن بخس، ثم تقوم هذه الأرباح التي أعيد اســتثمارها من جديد بتحويل أسهمها إلى سبيكة من الذهب؛ من أجل أولئك العالقين مع فيليب موريس.

أفضل الشركات التي نجحت في الاستمرار:

شركة فيليب موريس ليست هي الشركة الوحيدة التي قدمت لمستثمريها خدمة عظيمة، حيــث إن عوائد الشركات ١٩ الأخرى التي نجحت في الاســتمرار، والمشــار إليها في الجدول

(٨-٢)، قد تجاوزت عوائد مؤشر S & P 500 بنسبة تتراوح بين ٢,٥٪ إلى ٥٪ سنوياً، ومن بين هذه الشركات العشرين هناك ١٥ شركة متخصصة في مجالين اثنين: السلع الغذائية، ويمثلها الكثير من الشركات المعروفة عالمياً، والرعاية الصحية وخاصة شركات الأدوية الكبرى، حيث نجح كل من شيكولاتة هيرشي وكاتشاب هاينز وتوتسي رول، وأيضاً كوكاكولا وبيبسي كولا في بناء علامة تجارية معروفة وكسب ثقة المستهلك.

وهناك ثلاث شركات أخرى ناجحة، وهي شركة كراين - تشتهر بتصنيع المنتجات الهندسية وتأسست عام ١٨٥٥م على يد ريتشارد كراين - وشركة دير - وتشتهر بتصنيع معدات الزراعة والبناء وتأسست عام ١٨٤٠م على يد جون دير - وشركة ماكجرو هيل (وتعرف الآن بشركة ماكجرو هيل للتمويل)، وتشتهر بتقديم المعلومات لجميع أنحاء العالم، وتأسست على يد جيمس هـ.ماكجرو عام ١٨٩٩م، وهي الآن تملك شركة ستاندرد آند بورز. وخلال السنوات الخمس الأخيرة، تمت إضافة بعض الشركات الأخرى إلى هذه القائمة التي تضم أفضل عشر شركات، وهذه الشركات المضافة هي EQT لإنتاج الغاز - كانت تعرف في السابق باسم: إكويتابل جاس (تأسست عام ١٨٨٨م في بيتسبيرغ) - وشركة ONEOK المحدودة - كانت تعرف في السابق باسم: أوكلاهوما للغاز الطبيعي (تأسست عام ١٩٠٦م).

ومن الشركات الجديرة بالذكر هي شركة CVS - التي انضمت إلى مؤشر S & P 500 عام ١٩٥٧م تحت اسم شركة ميلفيل لإنتاج الأحذية - وقد تم اقتباس اسم هذه الشركة من اسم مؤسسها فرانك ميلفيل، الذي أنشأ شركة لإنتاج الأحذية عام ١٨٩٢، ثم اندمجت عام ١٩٢٢م لتصبح شركة ميلفيل لإنتاج الأحذية. وكانت شركات الأحذية خلال القرن الماضي تعتبر من أسوأ أشكال الاستثمار، حتى وارين بوفيه نفسه قد ندم على شرائه لشركة دكستر لإنتاج الأحذية عام ١٩٩١م، ولكن شركة ميلفيل للأحذية كان لديها ما يكفي من الحظ لشراء سلسلة متاجر قيمة عام ١٩٦٩م، وهي متخصصة في منتجات العناية الشخصية، وسرعان ما أصبحت هذه السلسلة أعلى أقسام الشركة من حيث الأرباح، وفي عام ١٩٩٦م قام ميلفيل بتغيير اسمها إلى شركة CVS. وبذلك، نجد أن مصنع الأحذية - الذي يفترض أنه من أسوأ أنواع الاستثمار - تحول إلى منجم ذهب؛ نتيجة قيام الإدارة بشراء سلسة متاجر لبيع العقاقير وقد حالفها الحظ في ذلك.

وهناك بعض القصص المشابهة عن الشركات المشار إليها في الجدول (٨-٣) الذي يعرض كما ذكرنا من قبل أفضل ٢٠ شركة من حيث الأداء، سواء نجحت في الاستمرار بمجالها الأصلي أو اندمجــت مع أي شركة أخرى، حيث كانت شركــة ثاتشر لإنتاج الزجاج مثلاً تحتل المركز الثــاني في مؤشر S & P 500 الأصلي بعد فيليــب موريس، وكانت الرائدة في إنتاج زجاجات الحليب في أوائل الخمسينيات. ولكن بعد أن تراجع معدل المواليد، وتم استبدال العبوات الزجاجية بعبوات من الورق المقوَّى، تضاءل النشــاط التجاري لشركة ثاتشر. ولحسن حظ المســاهمين في شركة ثاتشر، قام ريكسال دراج بشرائها عام ١٩٦٦م، ثم أصبحت شركة دارت للصناعــات والتي اندمجت مع شركة كرافت عام ١٩٨٠م، ثم قام فيليب موريس في النهاية بشرائها عام ١٩٨٨م. وبذلك، نجد أن المستثمر الذي اشترى ١٠٠ سهم في شركة ثاتشر لإنتاج الزجاج عام ١٩٥٧م، ثم أعاد اســتثمار أرباحه، كان ليصبح بحوزته الآن ١٤٠٠٠٠ ســهم في فيليــب موريس، وما يعادله في فيليب موريس الدوليــة، أي أكثر من ١٦ مليون دولار عند نهاية عام ٢٠١٢م.

ازدهار بعض الشركات الأخرى:

عندما ازداد الهجوم الطبي والقانوني وحتى الشعبي على التدخين خلال فترة الثمانينيات، قــام فيليب موريس وأيضاً شركة RJ رينولدز الضخمة لإنتاج التبغ بالانتقال إلى مجال إنتاج المواد الغذائية، حيث اشترى فيليب موريس شركة جنرال فوودز عام ١٩٨٥م وكرافت فوودز عام ١٩٨٨ مقابل ١٣,٥ بليون دولار، والتي كانت تعرف في البداية بالشركة الوطنية لمنتجات الألبــان وكانت عضواً أصلياً في مؤشر S & P 500، وقد اختتم فيليب موريس عمليات شراء شركات الأغذية بشرائه لأسهم مجموعة شركات نابيسكو عام ٢٠٠٠م.

مجموعة شركات نابيسكو هي الشركة التي انفصلت عن شركة كولبرج كرافيس روبرتس عــام ١٩٩١م، بعد الحصول على شركة RJR نابيســكو عــام ١٩٨٩م مقابل ٢٩ بليون دولار، وهي أعلى قيمة لشراء الشركات في ذلك الوقت. وبناءً على منهجنا في حساب العوائد طويلة الأجــل في حالــة شراء إحدى الشركات، يفترض أن يتم اســتثمار الأموال المدفوعة لشرائها في الصنــدوق الخاص بمــؤشر S & P 500 حتى تنفصل الشركة، حيث يتم إعادة طرح أســهم هــذه الشركة بعد الانفصال من خلال الاكتتاب العام[٦]، وقد قامت شركة RJ رينولدز لإنتاج

التبـغ قبل ذلك بضم سـت شركات من مـؤشر S &P الأصلي: بينيك آند فـورد، كاليفورنيا للأطعمـة المعلبة، ديل مونت للأغذية، شركة السـميد (قامت شركة نابيسـكو بشرائها عام ١٩٧١م)، سـتاندرد براندز، وأخيراً الشركة الوطنية للبسـكويت والتي انضمت عام ١٩٨٥م. كما أصبحت جميع هذه الشركات أفضل ٢٠ شركة. والسبب في ذلك غالباً، هو شراء فيليب موريس لها في نهاية الأمر.

الأداء المتميز للشركات الأصلية في مؤشر S & P 500:

مـن أبرز الجوانـب التي تميز هذه الشركات ٥٠٠ الأصلية، أن المسـتثمر الذي اشـترى الحافظة الأصلية التي تضم ٥٠٠ سـهماً، ولم يشـترِ أبداً أياً من الأسـهم الخاصة بالشركات الأخرى التي يتجاوز عددها ١٠٠٠ شركة، والتي أضافها مؤشر ستاندرد آند بورز خلال الـ ٥٠ عاماً التالية، يظهر في النهاية أداءً متميزاً في المؤشر الذي تم تحديثه. وعوائد الشركات ٥٠٠ الأصلية أكثر من العائد السنوي للمؤشر المعدل الذي يبلغ ١٠,٠٧٪ بمقدار ١٪[٧].

وما السـبب في ذلك؟ كيف يمكن للشركات الجديدة التي سـاهمت في نمونا الاقتصادي، وأدت إلى ازدهـار الاقتصـاد الأمريكي على مسـتوى العالم، أن يكون أداؤهـا أقل تميزاً من الشركات القديمة؟ الإجابة عن هذا السـؤال بسـيطة وواضحـة. فبالرغم من أن الإيرادات والمبيعـات التي تحققهـا العديد من الشركات الجديدة، تنمو بشـكل أسرع من تلك التي تحققها الشركات القديمة، إلا أن السـعر الذي يدفعه المسـتثمرون مقابل هذه الأسهم أكبر من أن يحقق عوائد مناسبة.

يجب أن تكون الأسهم المؤهلة للانضمام إلى مؤشر S & P 500 لها قيمة كبيرة في السوق، تناسـب التواجد بين ٥٠٠ شركة كبيرة، ولكن قيمة السـوق المرتفعة إلى هذه الدرجة غالباً ما يتـم تحقيقهـا نتيجة التفاؤل غير المشروط من جانب المسـتثمرين. وأثناء أزمة الطاقة التـي ظهرت في أوائل الثمانينيات، تم إضافة بعض الشركات، مثل: شركة مارين آند ويسـتر العالمية إلى قطاع الطاقة، وبالتالي أعلنت إفلاسـها. وفي حقيقة الأمر، هناك ١٢ سـهماً - من أصل ١٣ - من أسـهم الطاقة التي تم إضافتها إلى مؤشر S & P 500 في أواخر السـبعينيات وأوائل الثمانينيات، لم يتوافق أداؤها مع قطاع الطاقة ولا مع مؤشر S & P 500.

وهنـاك حـوالي ٣٠٪ مـن ١٢٥ شركة التـي انضمت إلى قطـاع التكنولوجيـا في مؤشر S & P 500 منـذ ١٩٥٧م، تم إضافتها في عـام ١٩٩٩م و٢٠٠٠م. ولا داعي لذكر أن معظم هذه الشركات كان أداؤها في السـوق أقل من المتوقع بنسـبة كبيرة. أما قطاع الاتصالات، فهو في الواقع لم يضم أية شركات جديدة منذ عام ١٩٥٧م وحتى أوائل التسـعينيات، ولكن في أواخر التسـعينيات انضمت بعض الشركات، مثل: شركة وورلد كوم، وجلوبال كروسينج، وكويست للاتصالات، إلى المؤشر وأحدثت جلبة كبيرة ثم انهارت بعد ذلك.

من بـين القطاعات الصناعية العشرة نجد أن قطاع السـلع الترفيهية، هو الوحيد الذي قام بإضافة الشركات التي تفوقت على الشركات الأصلية الموجودة في المؤشر، ومن الشركات التي سـيطرت على هذا القطاع شركات إنتاج السـيارات (جنرال موتورز، كريزلر، ثم فورد)، وموردوهم (فايرستون، وجوديير)، والموزعون، مثل: JC بيني، وشركة وول وورث.

الخلاصة:

الأداء المتميز للشركات الأصلية في مؤشر S & P 500 يفاجئ معظم المسـتثمرين، ولكن كبار المسـتثمرين (كما تم وصفهم في الفصل الثاني عشر) يدركون أن الأسـهم سريعة النمو غالباً ما يكون سـعرها مرتفعاً جداً، وأن الشـعور بالحماس تجاه احتمالاتها غالباً ما يجعل المستثمرين يدفعون مبالغ طائلة، والشركات المربحة التي لا تجذب أنظار المستثمرين إليها غالباً ما يتم تقدير سعر أسهمها بأقل مما تستحق. وإذا أعاد المستثمرون استثمار أرباحهم التي يحصلون عليها من مثل هذه الشركات، فإنهم يقومون بشراء تلك الأسـهم التي سوف تزيد من عوائدهم بشكل ملحوظ بأقل مما تستحق.

علاوةً على أن دراسة ٥٠٠ شركة الأصلية، ستقدم لك تقييماً للتغيرات الكبيرة التي خضع لها الاقتصاد الأمريكي خلال نصف قرنٍ مضى. وبالرغم من أن أكثر الشركات نجاحاً ينتجون نفس السلع التي كانوا ينتجونها منذ ٥٠ عاماً، إلا أن معظمها نجح في زيادة امتيازاته بصورة هائلة على مسـتوى العالم، حيث نجد أن بعض الشركات، مثل: كاتشـب هاينز، وكوكا كولا، وبيبـسي كولا، وتوتسي رول، تعتـبر مربحة في عصرنا الحالي، تماماً كـما كانت عندما بدأت نشاطها وذلك منذ أكثر من مئة عام.

ولكننا نرى أيضاً أن الكثير من الشركات يحقق اســتثمارات جيدة عن طريق الاتحاد مع شركة أكثر قوة ونجاحاً، والشركات الأصلية الأربع الأفضل أداءً - د. بيبر، ســيلانيز، ناشــيونال كان، وفلينتكــوت - هــي الآن مملوكــة لــشركات أجنبية. وفي الواقع، هنــاك احتمال كبير ألا يكون مقر الكثير من الشركات الناجحة في المســتقبل بالولايات المتحدة، حيث لاحظنا في الفصل الرابع أن الشركات الأجنبية - التي كانت تحظى بأهمية ثانوية عند تأســيس مؤشر S & P 500 عام ١٩٥٧م - تكاد تكون هي من يملك الكثير من الشركات الناجحة في الوقت الحالي.

الهوامش:

1. Criteria for listing and other information are found on Standard & Poor's website.
2. In 1997 the SIC codes were expanded to include firms in Canada and Mexico, and the revised list was renamed the North American Industrial Classification System (NAICS).
3. Fannie Mae and Freddie Mac were removed from the index when the two firms went into receivership in July 2008.
4. The calculations in Table 8-3 include the return from all the spin-offs and distributions, while those in Table 8-2 assume all stock distributions are sold and reinvested in the surviving company.
5. The firm retained its ticker symbol MO, or "Big Mo," as traders affectionately call Philip Morris.
6. If the firm remains private, the returns are assumed to accumulate at the same level as that of the S&P 500 Index. 390.
7. This is an estimate based on detailed research that showed an 89-basis-point outperformance from the index origin to the end of 2006. Since that time, the financial companies, almost all of which were added since 1957, have greatly underperformed the market.

الفصل التاسع
تأثير الضرائب على عوائد الأسهم والسندات

الأسهم لها الأفضلية:

«لا شئ مؤكد في هذا العالم سوى الموت والضرائب».

بنجامين فرانكلين[١].

«سلطة فرض الضرائب تتضمن القدرة على الهدم».

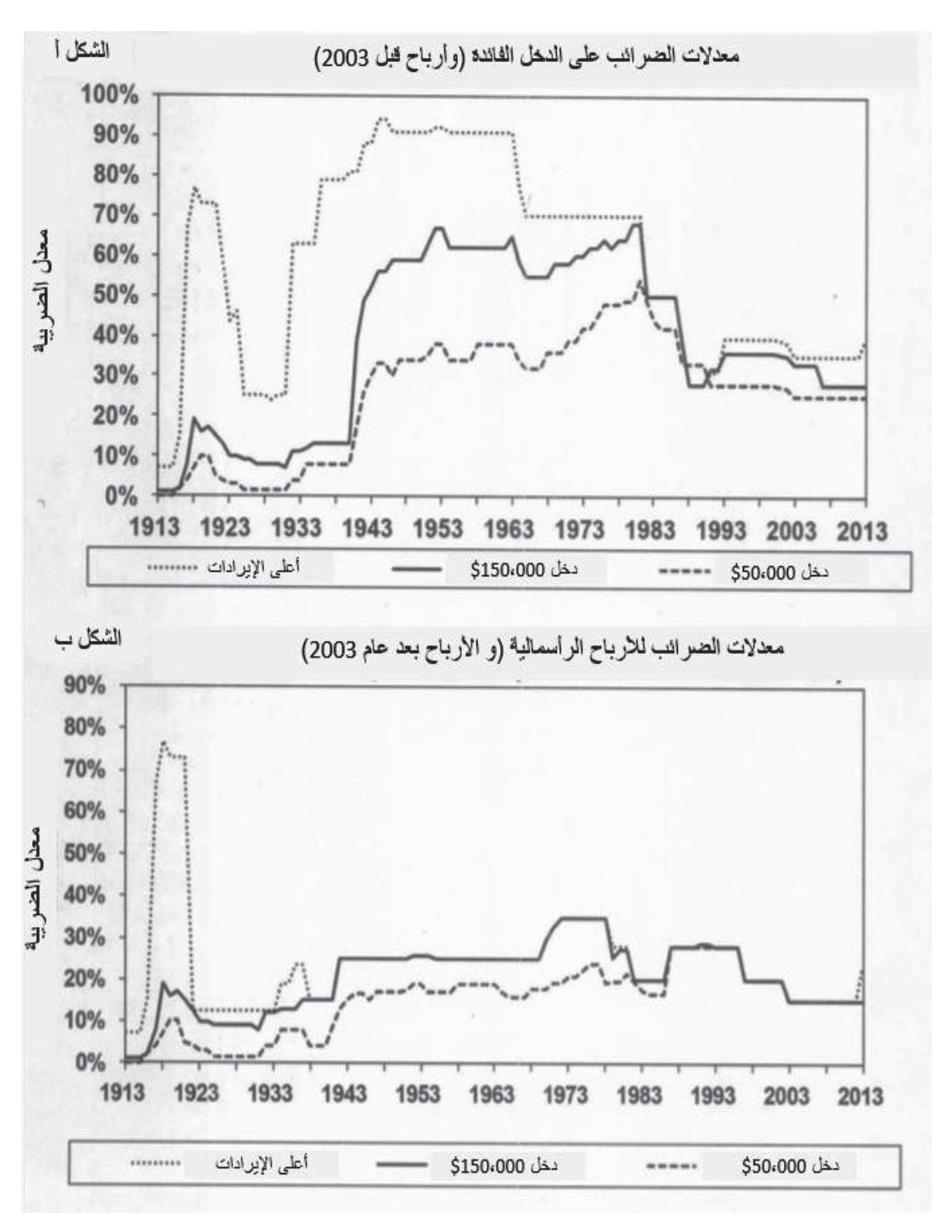
جون مارشال[٢].

«هناك هدفٌ وحيد يجمع بين جميع أصحاب الاستثمارات طويلة الأجل، وهو الحصول على أعلى قيمة لإجمالي العائد الحقيقي بعد دفع الضرائب».

جون تمبلتون[٣].

يعتبر الهدف الذي تحدث عنه جون تمبلتون المتعلق بالحصول على أعلى قيمة لإجمالي العائد الحقيقي بعد دفع الضرائب، بمثابة إستراتيجية أساسية للاستثمار، والأسهم مناسبة جداً لتحقيق هذا الهدف، حيث نجد أن قانون الضرائب الأمريكي يأتي في صالح مكاسب رأس المال والأرباح، وذلك على عكس الاستثمارات ذات الدخل الثابت. لذلك، غالباً ما تقدم الأسهم عائداً أكبر بكثير من عائد السندات بعد دفع الضرائب، إلى جانب ارتفاع العوائد التي تقدمها قبل دفع الضرائب.

تتلخص الميزة (Edge) بأن الأسهم لديها وسيلة للقياس، حول ما إذا كانت إستراتيجية التداول الخاصة بك سوف تؤدي إلى تحقيق أرباح، إذا ما اتبعت على مدى فترة طويلة من الزمن.



الشكل (٩-١) معدلات الضريبة الفيدرالية على الفائدة، وإيرادات الأسهم والأرباح الرأسمالية، ١٩١٣م - ٢٠١٢م

الضرائب التاريخية على الدخل ومكاسب رأس المال:

يوضح لنا الشــكل (٩-١) معــدل الضرائب الثانويــة التاريخية التــي تُفرض على ثلاثة مســتويات من الدخل: الشريحة الضريبية العليا، ونســبة الضريبــة المفروضة على الدخل الذي يبلغ ١٥٠٠٠٠ دولار، ونسبة الضريبة المفروضة على الدخل الفعلي الذي يبلغ ٥٠٠٠٠ دولار، وتم تعديلها جميعاً وفقاً لقيمة الدولار عام ٢٠١٢م. ويعرض الشــكل (٩-١أ) نسبة الضريبة المفروضة على الدخل العادي (والذي يشــمل إيــرادات الفوائد) منذ عام ١٩١٣م، عندمــا تم فرض ضريبة الدخل الفيدراليــة، وأيضاً الضريبة المفروضة على الأرباح حتى عام ٢٠٠٣م، عندمــا تــم فرض الضريبة على الأرباح بنفس نســبة ضريبة مكاســب رأس المال. أما الشــكل رقم (٩-١ب)، فإنه يعرض نسبة الضرائب الثانوية المفروضة على مكاسب رأس المــال والأرباح (منذ عام ٢٠٠٣م)، ويمكن الاطلاع على تفاصيل قانون الضرائب الذي يسري على أصحاب الأسهم في الملحق الموجود بنهاية هذا الفصل.

معدلات العائد قبل وبعد الضريبة:

يعرض لنا الجــدول (٩-١) العوائد الحقيقية بعد دفع الضرائب، لعدة أشــكال مختلفة مــن الأصــول لأربعة شرائح ضريبية. ومنــذ عام ١٩١٣م - عندما تم فــرض ضريبة الدخل الفيدرالية - كانت عوائد الأســهم بعد دفع الضرائب تتراوح بين ٦,١٪ بالنسبة للمستثمرين الذين لم يدفعوا الضريبة، و٢,٧٪ للمســتثمرين في الشريحة الضريبية العليا الذين يحققون مكاسب رأس المال كل عام. أما فيما يتعلق بالسندات التي تخضع للضريبة، نجد أن العائد الســنوي الفعلي يتراوح بين ٢,٢٪ بالنسبة للمستثمر الذي لم يدفع الضريبة، و٠,٣٪ بالنسبة للمســتثمر في الشريحة الضريبية العليا، في حين أن العائد الفعلي للأوراق المالية يتراوح بين ٠,٤٪ و-٢,٣٪، وقد حققت السندات الحكومية عائداً سنوياً قيمته ١,٣٪ منذ عام ١٩١٣م.

وبالرغم من ضعف تأثير الضرائب على اســتثمارات الأســهم، إلا أن الضرائب تســببت في حــدوث أكبر خســارة لعوائد الاســتثمارات ذات الدخل الثابت، حيث إن المســتثمر في الشريحة الضريبية العليا الذي اســتثمر ١٠٠٠ دولار في أذون الخزانة في بداية عام ١٩٦٤م، كان ليحصل على ١٣٨ دولاراً بعد تســديد الضرائــب وبعد التضخم في عصرنا الحالي، أي أن هناك انخفاضاً في القوة الشرائية بنسبة تتجاوز ٨٦٪. وفي المقابل، كان المستثمر في الشريحة

الضريبية العليا الذي استثمر ١٠٠٠ دولار في الأسهم ليحصل على ٥٧١٩ دولاراً في عصرنا الحالي، وهو ما يعادل زيادة في القوة الشرائية بنسبة ٤٧٠٪.

وفي حقيقة الأمر، نجد أن أذون الخزانة قصيرة الأجل - بالنسبة للمستثمر من الشريحة الضريبية العليا - قد قدمت عائداً فعلياً ضئيلاً (بالقيمة السالبة) بعد تسديد الضرائب منذ عام ١٨٧١م، وقد لاحظنا أنه يكون أقل إذا وضعنا الضرائب المحلية والمستحقة للدولة في عين الاعتبار. وعلى العكس من ذلك، نجد أن المستثمرين من الشريحة الضريبية العليا، نجحوا في زيادة القوة الشرائية لأموالهم، عندما استثمروها في الأسهم بمقدار ٢٨٨ ضعفاً خلال نفس الفترة.

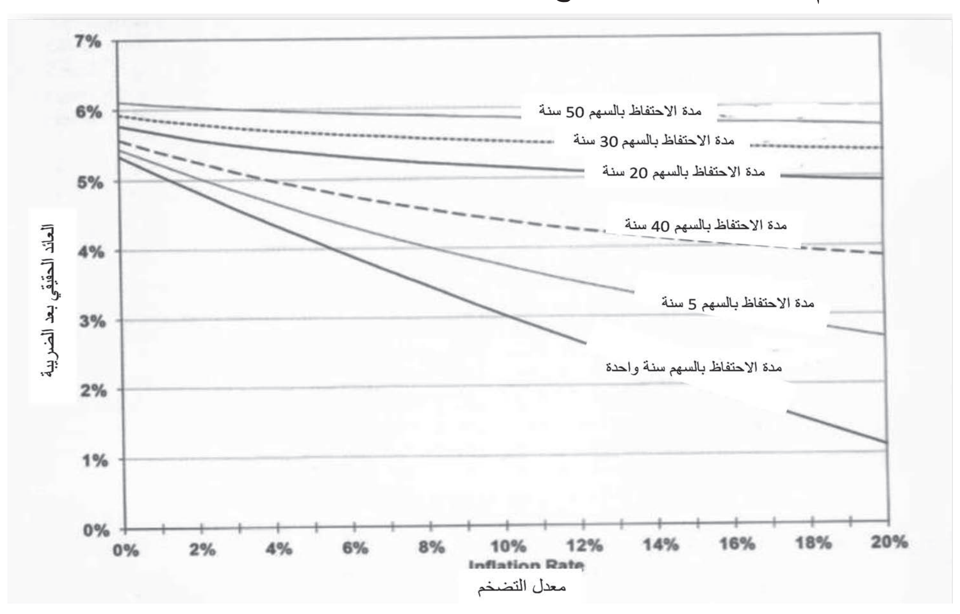
فوائد تأجيل ضرائب مكاسب رأس المال:

في مايو ٢٠٠٣م، قام الرئيس جورج و. بوش بتوقيع قانون المصالحة بين الوظائف والنمو، مما ساهم في تخفيض الحد الأقصى للضرائب المفروضة على الأرباح، ومكاسب رأس المال التي تتوافر بها الشروط بنسبة ١٥٪. وتلك هي المرة الأولى التي تتساوى فيها ضرائب الأرباح، وضرائب مكاسب رأس المال لفترة زمنية طويلة عند قيمة معتدلة، وفي عام ٢٠١٣م تم فرض كلتا الضريبتين بنسبة ٢٠٪ على المستثمرين ذوي الدخل المرتفع.

يوضح الجدول (٩-٢) نسبة الضرائب وفترات الاحتفاظ المتفاوتة في ظل النظام الحالي للضرائب[٤]. يؤثر التضخم على قيمة العوائد الحقيقية بعد تسديد الضرائب، عندما تكون فترة الاحتفاظ قصيرة، تأثيراً أسوأ بكثير من تأثيره إذا كانت فترة الاحتفاظ طويلة. والسبب في ذلك، يرجع إلى أنه كلما أكثر المستثمر من عمليات الشراء والبيع للأصول، كلما زادت قيمة الضرائب التي تفرضها الحكومة على المكاسب الاسمية لرأس المال. وبذلك، لن يكون مكسباً حقيقياً وخاصة بعد التضخم.

وهناك دعم كبير داخل الحكومة وخارجها من أجل محاولة التكيف مع التضخم في نظام الضرائب. في عام ١٩٨٦م، قامت الخزانة الأمريكية باقتراح مقياس لمكاسب رأس المال، ولكن هذا المقترح لم يتم تحويله إلى قانون، وفي عام ١٩٩٧م قام مجلس النواب بإضافة مقياس مكاسب رأس المال إلى قانون الضرائب الذي وضعه، ولكن أعضاء مجلس الشيوخ قاموا بحذفه نتيجة رفض رئيس الولايات المتحدة. وكان هذا المقياس يفيد بأن يقوم المستثمرون

بتسديد ضرائبهم فقط عن حصتهم من المكسب (إن وجد)، التي تتجاوز الزيادة في مستوى الأســعار طوال فترة الاحتفاظ بالأصول. ونظراً لانخفاض معدلات التضخم خلال الســنوات الأخيرة، هدأ الإصرار، وأصبح هناك ضغط أقل من أجل تعديل ضرائب مكاســب رأس المال وفقاً للتضخم، وإصدار قانون لتصحيح هذا الخلل.



الشكل (٩-٢) معدل العائد الفعلي بعد خصم الضريبة والتضخم لفترات الاحتفاظ المختلفة في ظل القانون الضريبي لعام ٢٠١٣م

جوانب ضريبية تأتي في صالح الأسهم:

بالرغم من إصدار قانون الإعفاء الضريبي لدافعي الضرائب من الأمريكيين لعام ٢٠١٢م، الذي أدى إلى رفع الضرائب على الأرباح ومكاسب رأس المال إلى ٢٠٪ (٢٣,٨٪ في حالة إضافة ضريبة الرعاية الطبية)، إلا أن هناك بعض الجوانب الضريبية التي تأتي في صالح المستثمرين أصحاب الأسهم خلال العقود الأخيرة، ومن أمثلتها:

١- انخفاض نسبة ضرائب مكاسب رأس المال من الحد الأقصى ٣٥٪ عام ١٩٧٨م إلى ٢٣,٨٪، إلى جانب تخفيضات كبيرة لدافعي الضرائب من أقل شريحة ضريبية[٥].

٢- خفض معدلات التضخم، مما أدى إلى تقليل ضريبة التضخم المفروضة على مكاسب رأس المال.
٣- الانتقال من الأرباح إلى مكاسب رأس المال، مما يزيد من فائدة التأجيل.

وحتـى حلول عام ٢٠٠٣م - الذي انفصلت فيه ضرائب الأرباح للمرة الأولى عن ضرائب الدخل العادي - كانت ضرائب الأرباح تصل إلى ٩٠٪ خلال فترة ما بعد الحرب.

وكـما لاحظنا من قبـل، فإن قانون الضرائـب مبنيٌّ فقط على القيم غـير المعدلة وفقاً للتضخم. ولذلك، فإن التضخم يفرض ضريبة إضافية على مكاسـب رأس المال، وقد تراجع معـدل التضخم بعـد أن كان مرتفعاً عام ١٩٧٩م لكي يصبـح ٢ أو ٣٪ خلال العقد الماضي. ونظـراً لقياس الشرائح الضريبيـة وفقاً للتضخم، نجد أن ضريبة الأربـاح لا تتأثر بالتضخم بشـكل مباشر، بالإضافة إلى أن ضريبة مكاسـب رأس المال تعتمد على الإنجازات بدلاً من المستحقات. لذلك، تقوم الشركات بشراء الأسهم من جديد بدلاً من دفع الأرباح، مما يزيد من قيمة مكاسـب رأس المال. وبالتالي، فقد هبط متوسـط الأرباح من ٥٪ تقريباً قبل عام ١٩٨٠م ليصبح ٢٪ فقط خلال السنوات الأخيرة.

ويمكن أن نستنتج من هذا كله، أن جميع هذه العوامل تزيد من قيمة العائد الحقيقي للأسـهم بعد تسـديد الضرائب، أكثر من الأعوام الـ ٣٠ الأخيرة بنسـبة ٢٪، وذلك بالنسـبة للعائد قبل تسـديد الضرائب. وبالرغم من ارتفاع العائد الحقيقي للسـندات بعد تسديد الضريبـة أيضاً نتيجـة لانخفاض ضرائب الدخل العادي، إلا أن الزيـادة في العائد الحقيقي للأسـهم لا تزال أكـبر. وفي أي من نماذج التـوازن الخاصة بتحديد سـعر الأصول، نجد أن الجوانب الضريبية التي في صالح الأسـهم، تشـير إلى أن الأسـهم يجب تحديد سعرها وفقاً لمضاعفات الإيرادات، وهذا ما سنناقشه في الفصل العاشر.

الأسهم أم السندات في حسابات الضرائب المؤجلة؟

من أهم وسائل الادخار للكثير من الأفراد، هي حسابات الضرائب المؤجلة الخاصة بهم، مثل: خطط (k) 401، وكيوج وIRA. هناك الكثير من المستثمرين يحتفظون بأسهمهم (إذا كان لديهم أسـهم) في حسـابات الضرائب المؤجلة، في الوقت الذي يحتفظون فيه بالأصول ذات الدخل الثابت في الحسابات الخاضعة للضريبة.

ولكــن الكثير مــن التعديلات الأخيرة التــي أجريت على قوانين الضرائب، تشــير إلى أن المســتثمرين يجب أن يفعلوا عكس ذلك، حيث إن الأرباح ســتحظى بضرائب أقل، وتقدير قيمة الأســهم ســتحظى أيضاً بضريبة أقل على مكاســب رأس المال، وذلــك إذا احتفظ بها المســتثمرون في الحســابات الخاضعة للضريبة. والســبب في ذلك، هو أنه في حالة سحب النقود من حسابات الضرائب المؤجلة عند التقاعد، يقوم الفرد بتسديد ضريبة الدخل كاملة على إجمالي قيمة المبلغ الذي تم ســحبه، بصرف النظر عن المكســب الذي حققه من خلال مكاسب رأس المال ومن خلال الأرباح.

ولكن هذه النصيحة الســابقة تغفل عاملين أساســيين: الأول، إذا كنت مســتثمراً نشطاً أو تشــتري صناديق التمويل المشــترك النشــطة، فمن الممكن تحقيق مكاسب كبيرة لرأس المال - قصيرة الأجل نوعاً ما - والتي يفضل الاحتفاظ بها في حســاب الضرائب المؤجلة، كما أن التداول في حسابات الضرائب المؤجلة لا يتطلب حسابات ضريبية معقدة؛ وذلك لأنه لن يتم تسديد أي ضرائب إلا بعد سحب النقود ومصدر الأرباح لا أهمية له.

والثاني، بالرغم من أن الحكومة تفرض ضرائب على مكاسب رأس المال والأرباح بالنسبة العادية، عند ســحبها من حسابات الضرائب المؤجلة، إلا أن الحكومة أيضاً تشارك في تحمل المخاطر، وإذا تعرضت لخســارة من رأس المال في الحسابات الخاضعة للضريبة، سوف تحد الحكومــة مــن قدرتك على تعويض هذه الخســارة من الدخل العادي، ولكن عند ســحب الأموال من حســابات الضرائب المؤجلــة، يتم اعتبار المبلغ بالكامل عــلى أنه دخل خاضع للضريبة؛ وذلك لكي يمكن خصم جميع الخســائر من الدخل الخاضع للضريبة، وبالتالي تقل نسبة الخطر بعد تسديد الضريبة، إذا وضع الفرد مدخراته في حسابات الضرائب المؤجلة.

إذا وضعنــا جميع هــذه العوامل بعين الاعتبــار، نجد أنه من الأفضل بالنســبة لمعظم المســتثمرين أن يحتفظــوا بالأســهم في حســاباتهم الخاضعــة للضريبــة، إلا إذا كانوا من المستثمرين النشطين. وإذا كنت تتمتع بأفق بعيد، فسوف تكون احتمالية تعرضك للخسارة في حســاب الأســهم أقل ما يمكن. لذلك، فإن الجانب الخاص بالمشاركة في تحمل الخسارة لــدى حســابات الضرائب المؤجلة، يعد أقــل أهمية. وبالرغم من ذلــك، ينصح بالاحتفاظ بالأســهم التي لا تقدم أرباحــاً خاضعة للضرائب - مثل الاســتثمارات العقارية وغيرها من الدخــول الائتمانية - في حســاب الضرائب المؤجلة لتجنب الضرائــب الحالية. ولكن بعض

المستثمرين الذين لا يحبون المجازفة، ويعارضون الاحتفاظ بالأسهم في حساباتهم الشخصية بسبب التقلبات المستمرة، يجدون أن من الأسهل الاحتفاظ بالأسهم في حسابات التقاعد الخاصة بهم، نظراً لقدرتهم على وضع توقعات بعيدة المدى، وقد يتمكنون من تحمل الخسائر قصيرة المدى.

الخاتمة:

يعد التخطيط الضريبي أمراً في غاية الأهمية؛ لزيادة قيمة العوائد الخاصة بالأصول المالية. ونظراً لأن ضرائب الأرباح ومكاسب رأس المال تأتي في صالح المستثمر، ونظراً لإمكانية تأجيل تلك الضرائب الخاصة بمكاسب رأس المال، نجد أن الأسهم لها ميزة ضريبية كبيرة فيما يتعلق بالأصول ذات الدخل الثابت، وقد ظهرت هذه المزايا خلال السنوات الأخيرة، حيث تم خفض قيمة الضرائب على الأرباح ومكاسب رأس المال، وظلت معدلات التضخم منخفضة، وقامت الأسهم بإعادة شراء الأسهم لزيادة مكاسب رأس المال، وساهمت هذه التطورات المفيدة في زيادة قيمة عوائد الأسهم بعد تسديد الضريبة بنسبة ٢٪ أكثر من متوسط قيمة العوائد، بعد تسديد الضرائب خلال الـ ٥٠ عاماً الماضية. وصحيح أن السهم أكثر نفعاً من السندات بالنسبة لأصحاب الاستثمارات طويلة الأجل، إلا أن الميزة الضريبية للأسهم العادية أكبر بكثير.

ملحق - نبذة عن قانون الضرائب:

تم تحصيل ضريبة الدخل الفيدرالية في البداية بموجب قانون الإيرادات لعام ١٩١٣م، وذلك عندما تم التصديق على التعديل السادس عشر لدستور الولايات المتحدة. وحتى عام ١٩٢١م لم يتم منح أي تمييز ضريبي لمكاسب رأس المال. وعندما زادت قيمة الضرائب المفروضة بصورة مبالغ فيها أثناء الحرب العالمية الأولى، امتنع المستثمرون عن تحقيق المكاسب، وقدموا شكوى إلى الكونجرس (البرلمان الأمريكي)، فيما يتعلق بالعواقب الناتجة عن تسديد الضرائب، مثل بيع الأصول التي يملكونها. وقد اقتنع الكونجرس أن هذه «المحافظ المجمدة» تؤثر على توزيع رأس المال تأثيراً سلبياً. وبذلك، تم وضع الحد الأقصى للضرائب المفروضة على مكاسب رأس المال عام ١٩٢٢م، والذي بلغ بحده الأقصى ١٢,٥٪.

وقد أصبحت هذه النسبة فعالة، عندما بلغت قيمة الدخل الخاضع للضريبة ٣٠٠٠٠ دولار، مما يعادل ٢٤٠٠٠٠ دولار تقريباً في عصرنا الحالي.

وفي عام ١٩٣٤م، تم إصدار قانون جديد للضرائب، والذي يستبعد - ولأول مرة - نسبة مكاسب رأس المال من الدخل الخاضع للضريبة، وهذا الاستبعاد أتاح للمستثمرين ذوي الدخول المتوسطة - وليس الأغنياء منهم فقط - فرصة للاستفادة من الفوائد الضريبية الخاصة بمكاسب رأس المال. ونسبة الأرباح التي تم استبعادها تتوقف على طول الفترة الزمنية التي يتم فيها الاحتفاظ بالأصول، ولن يكون هناك استثناء إذا تم الاحتفاظ بالأصول لمدة عام واحد أو أقل، ولكن نسبة الاستثناء ارتفعت بعد ذلك إلى ٧٠٪ في حالة الاحتفاظ بالأصول لمدة تتجاوز عشر سنوات. ونتيجة وصول نسبة الضرائب الثانوية إلى ٧٩٪ عام ١٩٣٦م، تراجع الحد الأقصى للضريبة المفروضة على المكاسب طويلة الأجل إلى ٢٤٪ تقريباً.

أما في عام ١٩٣٨م، تم تعديل قانون الضرائب مرة أخرى، بحيث أصبح يقدم استثناء بنسبة ٥٠٪ لمكاسب رأس المال، إذا تم الاحتفاظ بالأصول لفترة تتجاوز ١٨ شهراً، ولكن لن يتم بأي حال من الأحوال زيادة قيمة الضرائب أكثر من ١٥٪ بالنسبة لمكاسب رأس المال. وقد ارتفع الحد الأقصى لمكاسب رأس المال إلى ٢٥٪ عام ١٩٤٢م، في حين تقلصت فترة الاحتفاظ إلى ٦ أشهر. استمرت نسبة ٢٥٪ ثابتة حتى عام ١٩٦٩م، باستثناء فرض ضريبة إضافية نسبتها ١٪ رفعت الحد الأقصى إلى ٢٦٪ أثناء الحرب الكورية.

وفي عام ١٩٦٩م، تم إلغاء الحد الأقصى للضرائب المفروضة على مكاسب رأس المال التي تتجاوز ٥٠٠٠٠ دولار، ولكن بشكل تدريجي على مدار عدة سنوات. وبذلك، أصبح في النهاية الاستثناء بنسبة ٥٠٪ ينطبق على جميع نسب الضرائب. ونظراً لأن الحد الأقصى لضريبة الدخل كان ٧٠٪، فقد أدى هذا إلى ارتفاع الحد الأقصى لضرائب مكاسب رأس المال إلى ٣٥٪ في عام ١٩٧٣م. وفي عام ١٩٧٨م، ارتفعت نسبة الاستثناء إلى ٦٠٪، مما أدى إلى انخفاض الحد الأقصى لضرائب مكاسب رأس المال إلى ٢٨٪. وعندما تراجع الحد الأقصى لضريبة الدخل إلى ٥٠٪ عام ١٩٨٢م، انخفض الحد الأقصى لضرائب مكاسب رأس المال مرة أخرى إلى ٢٠٪.

وفي عام ١٩٨٦، تم تعديل قانون الضرائب على نطاق واسع؛ من أجل تخفيض وتيسير الهيكل الضريبي؛ وللتخلص من التمييز بين مكاسب رأس المال وبين الدخل العادي. وبحلول

عام ١٩٨٨م، تســاوى الحد الأقصى لكل من ضرائب مكاسب رأس المال وضريبة الدخل عند نســبة ٣٣٪. ولأول مرة منذ عام ١٩٢٢م، لم يكن هناك تمييز لمكاســب رأس المال. وفي عام ١٩٩٠م تراجع الحد الأقصى إلى ٢٨٪ لكل من ضرائب الدخل وضرائب مكاســب رأس المال. وفي عام ١٩٩١م ظهر التمييز من جديد بصورة طفيفة بين مكاســب رأس المال وبين الدخل العــادي، حيث ارتفع الحــد الأقصى لضرائب هذا الأخير ليصــل إلى ٣١٪، في حين ظل الحد الأقــصى للأول عنــد ٢٨٪. وفي عام ١٩٩٣م، قام الرئيس كلينتون برفع نســبة الضرائب مرة أخــرى، مما أدى إلى زيــادة الحد الأقصى لضريبة الدخــل إلى ٣٩,٦٪، في حين ظلت ضريبة مكاســب رأس المال دون تغيير. وفي عــام ١٩٩٧م، عمد الكونجرس إلى خفض الحد الأقصى لضرائب مكاســب رأس المال إلى ٢٠٪، بالنســبة للأصول التي يتم الاحتفاظ بها أكثر من ١٨ شــهراً، وفي العام التالي عاد إلى الفترة الخاصة بفرض ضريبة مكاســب رأس المال ومدتها ١٢ شهراً. واعتباراً من عام ٢٠٠١م، أصبح من الممكن بالنسبة للمستثمرين الاستفادة من الحد الأقــصى الجديد لضرائب مكاســب رأس المال، والذي يبلغ ١٨٪ بالنســبة للأصول التي يتم الاحتفاظ بها لمدة لا تقل عن ٥ سنوات.

وفي عام ٢٠٠٣م، قام الرئيس بوش بالتصديق على مشروع قانون من شــأنه خفض الحد الأقصى لضرائب مكاســب رأس المال، والأرباح الخاضعــة للضريبة إلى ١٥٪، حيث يجب أن تصدر الأرباح الخاضعة للضريبة عن شركات تدفع الضرائب، بدلاً من أن «تتدفق من خلال» بعض المؤسسات، مثل: الاستثمارات العقارية أو شركات الاستثمار. وفي عام ٢٠١٣م، ارتفعت الشريحة الضريبية العليا لمكاسب رأس المال إلى ٢٠٪، بالنسبة للزوجين اللذَين يصل دخلهما إلى ٤٥٠٠٠٠ دولار، ولأول مرة تم تطبيق الضريبة الإضافية الخاصة بالرعاية الطبية، ونسبتها ٣,٨٪ على عائد الاســتثمار بالنســبة للزوجين اللذَين يزيد دخلهما عن ٢٥٠٠٠٠ دولار، وتم تعيين نسبة لضرائب الأرباح مساوية للنسبة الجديدة لضرائب مكاسب رأس المال.

الهوامش:

1. Letter to M. Leroy, 1789.
2. McCulloch v. Maryland, 1819.
3. Excerpts from “The Templeton Touch” by William Proctor, quoted in Charles D. Ellis, ed., Classics, Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1989, p. 738.
4. Figure 9-2 assumes a total real return of 7 percent (real appreciation of 5 percent, a dividend yield of 2 percent) and tax rates of 23.8 percent on capital gains and dividend income. If inflation is 3 percent, the total before-tax return on stocks will be 10 percent in nominal terms. The increase in the maximum capital gains tax from 15 percent to 23.8 percent has nearly doubled the inflation tax on capital gains.
5. For married couples filing in 2013, the marginal capital gains tax (including the Medicare tax) is 0 up to $72,500, 15 percent up to $250,000, 18.8 percent up to $450,000, and 23.8 percent over $450,000.

الفصل العاشر
مصادر قيمة حقوق المساهمين

الإيرادات والأرباح:

«تعتبر أهمية الأرباح في تزويد المستثمرين بالثروة أمراً بديهياً. فالأرباح لا تساهم فقط في التقليل من أهمية التضخم والنمو والتغير في مستويات التقييم بشكل منفرد، بل إنها أيضاً تقوم بالتقليل من أهمية التضخم والنمو، وتغير مستويات التقييم بشكل جماعي».

روبرت أرنوت، ٢٠٠٣م[١].

لقد تجاوزت الساعة للتو الرابعة مساءً بتوقيت المنطقة الشرقية، وقد أغلقت البورصة الأمريكية الكبرى أبوابها، وأعلن المراسل الخاص بإحدى القنوات المالية الكبرى بصوت مفعم بالحماس: لقد تفوقت شركة إنتل بأسهمها، حيث تغلبت على باقي الأسهم بمقدار ٢٠ سنتاً، كما قفز سعرها بمقدار ٢ دولار في تداولات ما بعد الإغلاق بساعات.

الإيرادات تتحكم في أسعار الأسهم، وينتظر الجميع في وول ستريت الإعلان عنها بشوق ولهفة، ولكن كيف نقوم بحساب الإيرادات بالضبط؟ وكيف تقوم الشركات بتحويل تلك الإيرادات إلى قيمة حقوق للمساهمين؟ تلك هي الأسئلة التي يتناولها هذا الفصل.

التدفقات النقدية بعد الخصم:

يأتي المصدر الرئيسي لقيمة الأصول من التدفقات النقدية المتوقعة التي يمكن الحصول عليها نتيجة امتلاك تلك الأصول، وفي حالة الأسهم تأتي هذه التدفقات النقدية من الأرباح أو من توزيع المال الناتج عن إيرادات أو بيع أصول هذه الشركة، كما تتوقف أسعار الأسهم أيضاً على النسبة التي سيتم عندها الاستقطاع من هذه السيولة النقدية المستقبلية، حيث يتم الخصم من التدفقات النقدية في المستقبل؛ لأن النقود التي يتم الحصول عليها في المستقبل لا تحظى بنفس القيمة المرتفعة التي حظيت بها النقود في الوقت الحاضر. ومن ضمن أسباب قيام المستثمرين بالخصم في المستقبل: (١) وجود نسبة خالية من المخاطر

وهــو عائد لأحد الأصول البديلة الآمنة، مثل: الســندات الحكومية أو غيرها من الســندات الحاصلــة على تصنيف AAA، مما يتيح للمســتثمرين إمكانية تحويــل الدولار الذي يتم اســتثماره اليــوم إلى مبلغ كبير في الغد، (٢) التضخم الذي يقلــل من القوة الشرائية للنقود التي ســيتم الحصول عليها في المســتقبل، و(٣) المخاطر المرتبطة بحجم التدفقات النقدية المتوقعــة، مما يدفع المســتثمرين أصحاب الأصول المحفوفة بالمخاطر - مثل الأســهم - إلى المطالبــة بعلاوة على عوائد الســندات الآمنــة. تلك العوامل الثلاثة - النســبة الخالية من المخاطر، علاوة التضخم، وعلاوة مخاطر الأســهم - تحدد نســبة الخصم الخاصة بالأســهم، ونسبة الخصم هذه تعرف أيضاً باسم «عائد الأسهم المطلوب» أو «تكلفة الأسهم».

مصادر قيمة حقوق المساهمين:

تعتــبر الإيرادات هي مصــدر التدفقات النقدية للمســاهمين، والإيــرادات (وتُعرف أيضاً بالأرباح أو صافي الدخل) يقصد بها: الفرق بين دخل الشركة وتكاليف الإنتاج، وتشتمل تكاليف الإنتاج على: جميع تكاليف القوى العاملة، والمواد، وفوائد الدين، والضرائب، وبدل الاستهلاك.

ويمكن للشركات أن تقوم بتحويل هذه الأرباح إلى تدفقات نقدية من أجل المســاهمين بعدة طرق مختلفة، أولها وأهمها هي دفع الأرباح النقدية.

أما الإيرادات التي لا تســتخدم في دفع الأرباح فتعرف باســم: الأرباح المحتجزة. هذه الأرباح المحتجزة تســاهم في خلق القيمة، عن طريق زيادة التدفقات النقدية في المستقبل من خلال:

٤- تسديد الدين، مما يقلل من قيمة الفائدة.

٥- الاستثمار في السندات أو غيرها من الأصول، بما في ذلك ضم شركات أخرى.

٦- الاستثمار في المشروعات الرأسمالية المصممة من أجل زيادة الأرباح في المستقبل.

٧- إعادة شراء الشركة لأسهمها (وهو ما يعرف بإعادة الشراء).

إذا قامــت الشركة بتســديد دينها، فــإن هذا يقلل من قيمة الفائدة مــما يزيد من الأرباح المتوفرة لدفع العوائد. وإذا قامت الشركة بشراء الأصول، تكون عوائد هذه الأصول متاحة لدفع الأرباح المستقبلية. ويمكن استغلال الإيرادات المحتجزة لزيادة رأس مال الشركة من أجل زيادة

دخلها في المستقبل و / أو خفض التكاليف، وبالتالي زيادة التدفقات النقدية التي يحصل عليها المساهمون في المستقبل. وأخيراً، إذا قامت الشركة بإعادة شراء أسهمها، فإن هذا يقلل من عدد الأسهم المعلقة، مما يزيد من إيرادات الأسهم ويسمح بزيادة أرباح تلك الأسهم.

والمصــدر الأخير للقيمة - وهو إعادة الشراء - يســتحق مناقشــته بمزيد من التفصيل. فمن الواضح أن المساهمين الذي يبيعون أسهمهم للشركة، يحصلون على نقود سائلة مقابل هذه الأسهم، ولكن أولئك المساهمين الذين لا يبيعون أسهمهم، سوف يحققون أرباحاً أكبر لكل ســهم، وإيرادات أعلى لكل ســهم في المستقبل، عندما يتم تقسيم إيرادات الشركة على عدد أقل من الأســهم. ويجب أن نلاحظ أنه عند إعادة شراء الأســهم، لا يكون هناك تغير في ســعرها، حيث يتم مبادلة أحد الأصول بآخر، ولكن بمرور الوقت أصبحت عملية إعادة الشراء تزيد من نمو إيرادات كل ســهم، مما يزيد من ســعر الأســهم ويحقق مكاسب رأس المال، التي تحل محل الأرباح التي يحصل عليها المساهمون.

بيانات تاريخية حول نمو الأرباح والإيرادات:

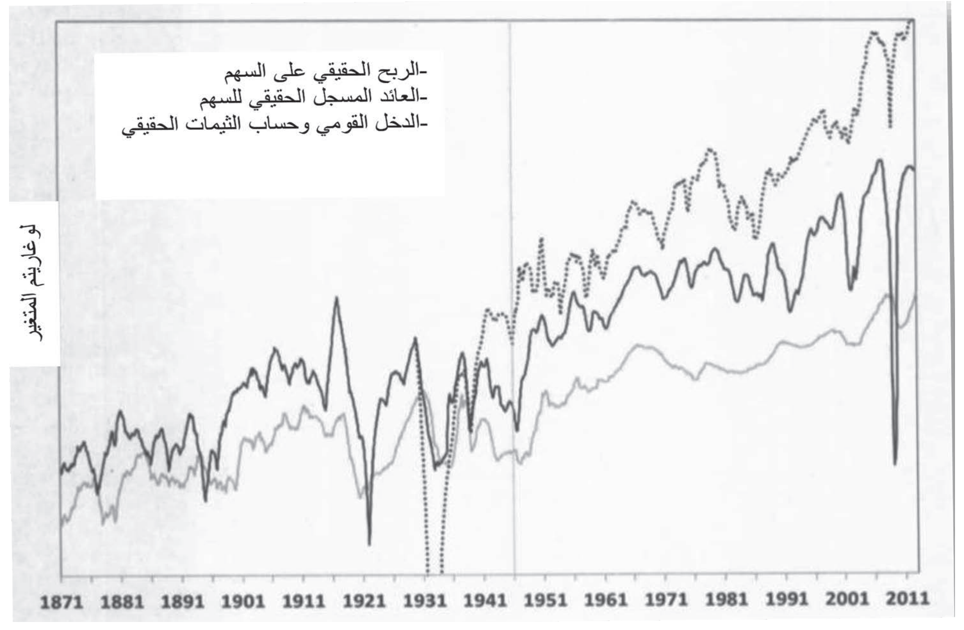
يبــين الشــكل (١٠-١) الإيــرادات الفعلية لكل ســهم، والأرباح الحقيقية لكل ســهم في الولايات المتحدة، منذ عام ١٨٧١م وحتى ٢٠١٢م بالنسبة لمؤشر S & P 500، وإجمالي الأرباح الحقيقية للشركة التي تأتي من حســابات الدخل القومي والإنتاج، والتي تم حسابها لأول مرة عام ١٩٢٩م. أما الجدول (١٠-١)، فإنه يلخص هذه البيانات. طوال تلك الفترة ظلت الأرباح هي أهم مصدر للعوائد التي يحصل عليها المساهمون، ومنذ عام ١٨٧١م كان متوسط العائد الفعلي للأسهم هو ٦,٤٨٪، وهو يتألف من متوسط الأرباح وقيمته ٤,٤٠٪، والمكاسب الفعلية لرأس المال وقيمته ١,٩٩٪. وتنتج مكاســب رأس المال بالكامل تقريباً عن نمو قيمة إيرادات كل سهم، التي تزداد بمعدل سنوي يبلغ ١,٧٧٪ طوال الـ ١٤٠ عاماً الماضية[٢].

كــما يوضح الجدول (١٠-١) أيضاً وجود تغير ملحوظ في كل من الأرباح والإيرادات منذ الحرب العالمية الثانية، وقد ازداد معدل نمو إيرادات كل سهم، في حين تراجعت النسبة بين قيمة الأرباح المدفوعة وبين عائد الأرباح، وقبل الحرب العالمية الثانية قامت الشركات بدفع ثلثي إيراداتها كأرباح. ونظراً لصغر حجم الإيرادات المحتجزة بشــكل لا يســمح بالتوسع، قامت الشركات بإصدار مزيدٍ من الأســهم من أجل رأس المــال المطلوب، مما يقلل من نمو

الإيــرادات لكل ســهم. ولكن في فترة مــا بعد الحرب، لجأت الــشركات إلى تقليص الأرباح وتقديــم ما يكفــي من الإيرادات؛ وذلك لتقليل الحاجة إلى إصدار أســهم جديدة من أجل تحقيق النمو المالي، وهذا هو الســبب في زيادة نمو إيرادات كل سهم بشكل ملحوظ خلال فترة ما بعد الحرب.

الجدول (١٠-١) بيانات الأرباح والإيرادات والمدفوعات خلال فترات تاريخية مختلفة

التاريخ	---	نمو الأرباح	العائد الربحي	مكاسب رأس المال	عوائد الأسهم	ـــــ	ـــــ
١٨٧١م - ٢٠١٢	٪١,٧٧	٪١,٣٥	٪٤,٤٠	٪١,٩٩	٪٦,٤٨	٪٦١,٣	
١٨٧١م - ١٩٤٥	٪٠,٦٩	٪٠,٧٧	٪٥,٢٦	٪١,٠٣	٪٦,٦١	٪٧١,٨	
١٩٤٦م - ٢٠١٢	٪٢,٩٧	٪١,٩٩	٪٣,٤٣	٪٣,٠٧	٪٦,٣٥	٪٤٩,٦	٪٤,٠٨
١٩٢٩م - ٢٠١٢	٪١,٨٥	٪١,٢٠	٪٣,٨٥	٪٢,٠٩	٪٥,٦٩	٪٥٥,٦	٪٣,٢٢



الشكل (١٠-١) الأرباح والإيرادات الحقيقية لكل سهم وحساب إيرادات الدخل والناتج القومي، ١٨٧١م - ٢٠١٢م

وقد رأينا من قبل - منذ عام ١٩٢٩م - أننا نملك بيانات متعلقة بأرباح الشركات الناتجة عن حسـابات الدخل القومـي والإنتاج[٣]. هذه الأرباح تنمـو أسرع بكثير من إيرادات كل سهم؛ لأن الشركات قامت بزيادة عدد الأسهم مع الوقت لتمويل التوسع في رأس المال.

هناك عدة أسباب دفعت الشركات إلى تقليص نسبة الأرباح المدفوعة منذ الحرب العالمية الثانية، حيث زادت نسـبة الضرائب المفروضـة على الأرباح بعد الحرب بصورة كبيرة. حتى عندما تم تعيين قيمة لضرائب الأرباح مساوية لضرائب مكاسب رأس المال، ظل هناك عيب واحد وهو إمكانية تأجيل ضرائب مكاسب رأس المال، في حين لا يمكن تأجيل ضرائب الأرباح. ثانياً، تعتمد جميع الخيارات على سعر السهم فقط. لذلك، من مصلحة الإدارة التي تحصل على هذه الخيارات أن تتبع سياسة الأرباح المنخفضة، مما يساهم في رفع سعر الأسهم. كما أدت هذه التغيرات إلى تقليل حصة الأرباح في إجمالي العائد الذي يحصل عليه المساهمون.

نموذج جوردون لنمو الأرباح في تقييم الأسهم:

عند تفسير كيفية تأثير سياسة الأرباح على سعر السهم، يمكن الاستعانة بنموذج جوردون لنمو الأرباح الذي وضعه روجر جوردون عام ١٩٦٢م[٤]. ونظراً لأن سعر السهم يمثل القيمة الحالية لجميع الأرباح المسـتقبلية، يمكن القول بأن الأرباح المسـتقبلية لكل سـهم عندما تنمو بمعدل ثابت (g)، فإن سعر السهم (p) الذي يمثل قيمة جميع الأرباح المستقبلية بعد الخصم يمكن حسابه كالتالي:

$$P=d/(1+r)+d(1+g)/(1+r)^2+d(1+g)^2/(1+r)^3+\ldots$$

أو

$$P=d/(r-g)$$

حيـث إن: d هـي قيمة أرباح كل سـهم، وg هو معـدل نمو الأرباح المسـتقبلية لكل سـهم، وr هو عائد الأسهم المطلوب الذي يمثل إجمالي النسبة الخالية من المخاطر، ومعدل التضخم المتوقع وعلاوة مخاطر الأسهم.

وحيـث إن صيغة نمـوذج جوردون تمثل دور أرباح كل سـهم، ومعدل نمـو أرباح كل سـهم، يتضح لنا أن سياسـة الأرباح لها أهمية بالغة في تحديد قيمة الأسـهم، ولكن هناك

حالة واحدة - عندما تحقق الشركة عائد الإيرادات المحتجزة بنسبة مساوية لعائد الأسهم المطلوب - لا تؤثر فيها سياسة الأرباح المستقبلية على سعر الأسهم، أو قيمة الشركة في السوق[5]. والسبب في ذلك، هو أن الأرباح التي لا يتم دفعها في الوقت الحالي، تصبح من الإيرادات المحتجزة التي ينتج عنها أرباح كبيرة في المستقبل، ويتبين لنا أن القيمة الحالية لتلك الأرباح ثابتة لا تتغير، بصرف النظر عن الوقت الذي تم دفعها فيه.

وبالطبع، يمكن للإدارة أن تؤثر على المسار الزمني للأرباح. فكلما قلت نسبة الأرباح المدفوعة - ويقصد بها: نسبة الأرباح إلى الإيرادات - كلما قلت قيمة الأرباح التي سيتم الحصول عليها في المستقبل القريب. ولكن نظراً لارتفاع الإيرادات المحتجزة نتيجة انخفاض الأرباح، نجد أن الأرباح المستقبلية سوف ترتفع، وستتجاوز في النهاية نسبة الأرباح التي سوف تسود إذا لم تتراجع نسبة الأرباح المدفوعة. وإذا افترضنا أن الشركة تحقق عائداً من الإيرادات المحتجزة مساوياً للعائد الذي تحققه من رأس المال، سيتضح أن القيمة الحالية لتلك الأرباح في الحالتين سوف تكون متماثلة، بصرف النظر عن نسبة الدفع التي تم اختيارها.

ويمكن تفسير هذا التكافؤ عن طريق استخدام نموذج جوردون لنمو الأرباح. فلنفرض أن معدل الخصم r قيمته ١٠٪ ولا يوجد معدل للنمو ($g = 0$)، وأن الأرباح d قيمتها ١٠ دولارات لكل سهم، وأن الشركة تدفع جميع مكسبها كأرباح. في هذه الحالة، يصبح سعر الأسهم ١٠٠ دولار. والآن، لنفرض أن الشركة قامت بخفض نسبة الأرباح المدفوعة من ١٠٠٪ إلى ٩٠٪، مما يؤدي إلى تراجع قيمة الأرباح لكل سهم (d) إلى ٩ دولارات، وزيادة قيمة الإيرادات المحتجزة بمقدار دولار واحد.

إذا كانت الشركة تحقق عائداً من إيراداتها المحتجزة قيمته ١٠٪، فسوف تصبح إيرادات كل سهم في العام المقبل ١٠,١٠ دولارات، وستصبح الأرباح ٩,٠٩ دولارات إذا كانت نسبة الدفع ٩٠٪. أما إذا حافظت الشركة على نسبة الدفع هذه، فسوف يكون معدل النمو لأرباح كل سهم هو ١٪. وفي حالة تثبيت قيمة $g = 0.01$، وd تساوي ٩ دولارات في نموذج جوردون للنمو، سوف ينتج لنا نفس السعر السابق للأسهم وهو ١٠ دولارات. وطالما أن r تظل ثابتة عند ١٠٪، سيرتفع سعر السهم بنسبة ١٪ كل عام، وهذه النسبة تساوي نسبة نمو إيرادات السهم وأرباحه، وسوف يظل إجمالي العائد الذي يحصل عليه المساهمون ١٠٪،

مع العلم أن هناك ٩٪ من العائد تأتي من الأرباح، و١٪ يأتي من ارتفاع قيمة الأسهم. ويمكن للشركة أن تحدد نســبة العائد التي تأتي من الأرباح ومكاسب رأس المال، عن طريق تفاوت نسبة الأرباح المدفوعة من ٠٪ وحتى ١٠٠٪، ولكن عوائد المساهمين تظل عند ١٠٪.

وسوف نحصل على نفس النتيجة بالضبط، إذا استغلت الشركة إيراداتها المحتجزة من أجل إعادة شراء الأسهم. وفي الحالة السابقة، نجد أن الدولار الواحد الذي لم يتم استخدامه في دفع الأرباح، ســوف يتم استغلاله في شراء ١٪ من الأســهم في العام الواحد. كما أن انخفاض عدد الأسهم بنسبة ١٪، يعني أن أرباح كل سهم (وإيراداته أيضاً) سوف ترتفع بنسبة ١٪ سنوياً.

وقد تم تأكيد هذه النظرية بواسطة البيانات بعيدة المدى الموضحة في الجدول (١٠-١). قبل الحرب العالمية الثانية كان متوســط الأرباح المدفوعــة ٧١,٨٪، ومنذ ذلك الوقت أخذ في التراجــع حتى وصل إلى ٤٩,٦٪، مما أدى إلى انخفاض قيمة الأرباح من ٥,٢٦٪ إلى ٣,٤٣٪ بفارق ٢٪ تقريباً، ولكن مكاسب رأس المال ارتفعت بمقدار ٢٪ تقريباً، وبذلك أصبح إجمالي العوائد قبل وبعد الحرب العالمية الثانية متســاوياً تقريباً. كما أسفر انخفاض قيمة الأرباح عن سرعة نمو إيرادات السهم الواحد من ٠,٦٩٪ إلى ٢,٨٪.

ويجــب ملاحظة أنــه بالرغم من زيادة معدل نمو الأرباح المســتقبلية لكل ســهم بعد هبوط نســبة الأرباح المدفوعة، إلا أن معدل نمو الأرباح ســوف يظل لسنوات عديدة أقل مــن معدل نمو الأرباح، في حالة قياســها في أي وقت قبل انخفــاض الأرباح، وهذا بالضبط ما تؤكده البيانات التاريخية الموضحة في الجدول (١٠-١)، حيث إن معدل نمو الأرباح لكل ســهم تراجع ليصبح أقل من معدل نمو الإيرادات لكل ســهم أو ارتفاع قيمة السهم. ولكن إذا لم تستمر نسبة الأرباح المدفوعة في التراجع، فإن النظرية تنص على أن معدل نمو الأرباح سوف يصبح أسرع خلال السنوات المقبلة.

خصم الأرباح وليس الإيرادات:

بالرغم من أن الإيرادات تحدد قيمة الأرباح التي تدفعها الشركة، إلا أن ســعر الأســهم يظل دائماً مساوياً للقيمة الحالية لجميع الأرباح المستقبلية، وليس للقيمة الحالية للإيرادات المســتقبلية، حيــث إن الإيرادات التــي لا يتم دفعها للمســتثمرين لا تكــون ذات قيمة،

إلا إذا تم دفعهــا كأرباح أو غيرها من أشــكال المصروفــات النقدية في وقتٍ لاحق. ويعتبر تحديد قيمة الأســهم باعتباره القيمة الحالية للإيرادات المستقبلية بعد الخصم، أمراً خاطئاً بكل تأكيد، كما أنه يبالغ في قيمة الشركة بشكل كبير[٦].

وقد قام جون بور ويليامز - وهو أحد كبار المحللين في مجال الاســتثمار الذين ظهروا في أوائل القرن الماضي، ومؤلف كتاب «نظرية قيمة الاســتثمار» - بتناول هذه النقطة بأسلوب مقنع للغاية في عام ١٩٣٨م:

> «ســوف يعترض الكثير من الناس فوراً على الصيغة السابقة لتحديد قيمة الأســهم، حيث يرون ضرورة اســتخدام القيمة الحالية للإيرادات المستقبلية وليــس للأرباح المســتقبلية. ولكــن أليس من الــضروري أن تُعطي كل من الإيرادات والأرباح نفس الإجابة في ضوء الفرضيات الضمنية الخاصة بالنقاد؟ في حالة إعادة استثمار الإيرادات التي لا يتم دفعها كأرباح بشكل ناجح، مع تقديم فائدة مركبة لصالح المســاهمين - كما يفترض النقاد - فمن الضروري أن تعطي هذه الإيرادات أرباحاً فيما بعد. وإذا لم يتم ذلك، فســوف تكون أموالاً مهدرة، حيث إن الإيرادات ما هي إلا وســيلة لبلوغ الغاية والوســيلة؛ لا يجب أن تكون خاطئة لأجل الغاية»[٧].

مفاهيم الإيرادات:

مــن الواضح أنه لا يمكن دفع الأرباح باســتمرار، إلا إذا كانت الشركة تحقق مكاســب. وبالتالي، يجب تطوير مفهوم للإيرادات يوفر للمســتثمرين أفضل مقياس ممكن للمكسب المستمر، الذي يمكن للشركة أن تقدمه من أجل دفع الأرباح.

والإيرادات - التي يطلق عليها أيضاً صافي الدخل أو الربح كما ذكرنا - تتمثل في الفرق بين الإيــرادات والتكاليف، ولكن تحديد قيمة الإيرادات ليس مجرد عملية حســابية «الواردات مطروحــاً منهــا المدفوعات»؛ وذلك لأن الكثير من التكاليــف والعوائد - مثل: نفقات رأس المال والاســتهلاك وعقود التســليم المســتقبلي - تمتد لعدة ســنوات، بالإضافة إلى أن بعض النفقــات والــواردات تتمثل في عناصر لا تأتي ســوى مرة واحدة أو «غــير معتادة» - مثل:

مكاسب وخسائر رأس المال أو عمليات إعادة الهيكلة الكبرى - وهي لا تضيف كثيراً إلى صورة الأرباح المستمرة، أو استمرارية الإيرادات التي لها أهمية بالغة في تقدير قيمة الشركة. ونظراً لتلك الأمور، لا نجد مفهوماً وحيداً «صحيحاً» للإيرادات.

وسائل إعداد تقارير الإيرادات:

هناك طريقتان أساسيتان تتبعهما الشركات لإعداد تقارير الإيرادات الخاصة بها: صافي الدخل أو الإيرادات المعلنة، وهي تلك الإيرادات التي يقرها مجلس معايير المحاسبة المالية - وهي عبارة عن مؤسسة تم إنشاؤها عام ١٩٧٣م من أجل وضع معايير للمحاسبة، وهذه المعايير يطلق عليها: المبادئ المحاسبية المتعارف عليها أو المقبولة عموماً، وهي تستخدم لحساب الإيرادات الواردة في التقرير السنوي، ويتم مراجعتها مع الجهات الحكومية[٨].

أما المفهوم الآخر للإيرادات - وهو الأكثر سعة أو سهولة - يطلق عليه: إيرادات التشغيل، وهو غالباً ما يستبعد الأحداث التي لا تظهر سوى مرة واحدة، مثل: تكاليف إعادة الهيكلة (النفقات المرتبطة بإغلاق الشركة لأحد المصانع أو بيعها لأحد الفروع)، ومكاسب وخسائر الاستثمار، وحذف بعض السلع المخزونة، والنفقات المرتبطة بالاندماج أو الانفصال، وكذلك انتقاص أو تدهور السمعة وغيرها من الأمور. ولكن مصطلح إيرادات التشغيل لم يحدده مجلس معايير المحاسبة المالية، وهو يمنح الحرية للشركات؛ كي تفسره بما يناسبها وتحدد ما لا يتم استبعاده. وهناك بعض الظروف التي يمكن فيها إضافة نفس نوع التكلفة إلى إيرادات التشغيل الخاصة بشركة واحدة، وحذفها من إيرادات التشغيل لشركة أخرى.

هناك نموذجان أساسيان لإيرادات التشغيل، حيث يقوم ستاندرد آند بورز بحساب نموذج دقيق جداً، يختلف عن الإيرادات التي تحددها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، والمقبولة عموماً فقط من حيث استثناء ضعف الأصول (مثل: تسجيل السلع المخزونة)، والتعويضات المرتبطة بهذا الضعف أو التدهور. ولكن عندما تقدم الشركات تقريراً بإيراداتها، كثيراً ما تستبعد العديد من العناصر، مثل: تكاليف الدعاوى، وتكاليف التقاعد المرتبطة بتغيير معدلات السوق أو ظهور العوائد، ونفقات الأسهم وغيرها. وسوف نطلق على الإيرادات التي تقرها الشركات «إيرادات تشغيل الشركة»، بالرغم من استخدام المصطلحات الأخرى،

وهـــي الإيــرادات التي لا تقرها المبادئ المحاســبية المتعــارف عليها، والإيرادات الشــكلية وإيرادات العمليات المستمرة.

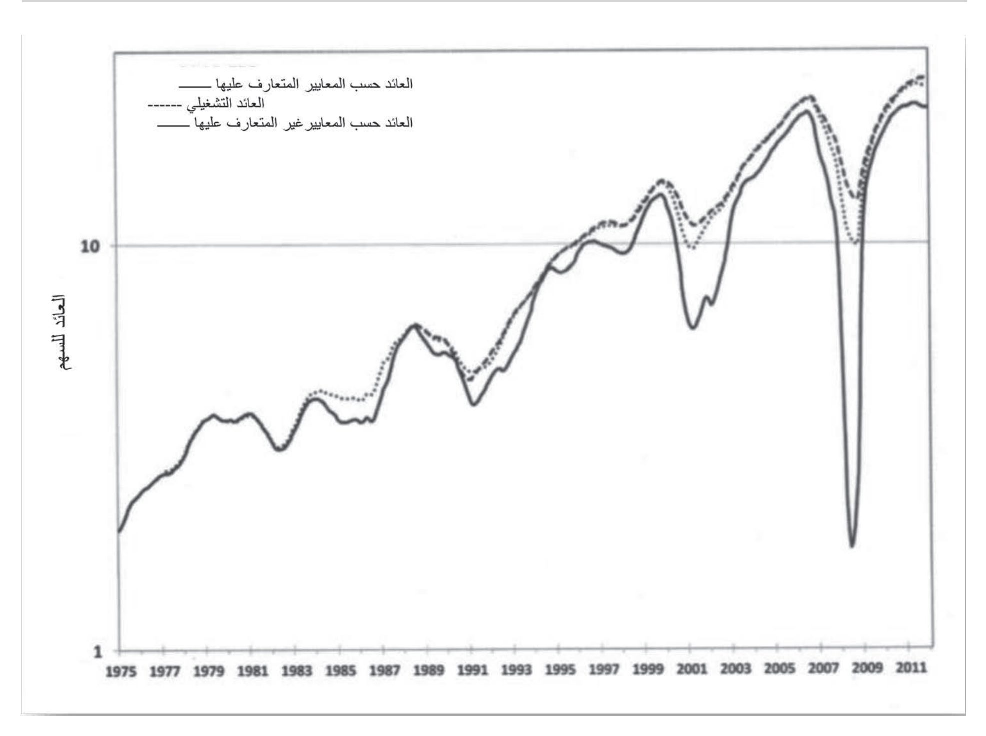
والجــدول (١٠-٢) يلخــص العنــاصر التي تدخل ضمن إيــرادات الشركات غــير المالية والمستبعدة منها[٩]. بالنسبة للشركات المالية، تعتبر جميع هذه العناصر ضمن إيرادات تشغيل S & P والإيــرادات التي تقرها الــشركات، وكذلك الإيرادات التي تقرها المبادئ المحاســبية المتعارف عليها والمقبولة عموماً. والشكل (١٠-٢) يعرض جميع أنواع هذه الإيرادات بالنسبة للشركات الخاصة بمؤشر S & P 500 منذ عام ١٩٦٧م وحتى عصرنا الحالي.

ومنــذ عام ١٩٨٨م حتى الآن - عندما كانت تلك الأنواع الثلاثة للإيرادات متوفرة - نجد أن متوســط إيرادات تشــغيل S & P يزيد عن الإيــرادات التي تقرها المبادئ المحاســبية المتعارف عليها والمقبولة عموماً بنسبة ١٦,٥٪، في حين يزيد متوسط إيرادات التشغيل التي تقرها الشركة عن إيرادات تشــغيل S&P بنســبة ٣,٢٪. وأثناء فــترات الركود الاقتصادي - وخاصة الكســاد الكبير ٢٠٠٧م - ٢٠٠٩م - اتســعت الفجوة بــين جميع مفاهيم الإيرادات بشكل ملحوظ. وفي عام ٢٠٠٨م، بلغت إيرادات تشغيل الشركات ٥٠,٨٤ دولاراً، والإيرادات التي أقرها S & P ٣٩,٦١ دولاراً، في حين انخفضت الإيرادات التي أقرتها المبادئ المحاســبية المتعارف عليها والمقبولة عموماً لتصل إلى ١٢,٥٤ دولاراً.

الجدول (١٠-٢) بيانات الأرباح والإيرادات والمدفوعات خلال فترات تاريخية مختلفة

	GAAP EPS	S & P Operating EPS	Non-GAAP EPS
عجز الأصول	مشمول	غير مشمول	غير مشمول
تكاليف الخدمات	مشمول	غير مشمول*	غير مشمول
تكاليف إغلاق الموقع النقدي	مشمول	مشمول	غير مشمول
التقاضي	مشمول	مشمول	غير مشمول
نفقات قيمة التقاعد	مشمول	مشمول	غير مشمول
نفقات خيارات	مشمول	مشمول	عادة مشمول*

* الأسهم فيما عدا عندما تكون التكاليف لها علاقة بعجز الأصول.



الشكل (١٠-٢) ثلاثة مقاييس للأرباح لكل سهم GAAP, S & P Operating, and Firm Operating، ١٩٧٥م - ٢٠١٢م

ومــن المفترض غالباً أن «الإيــرادات المعلنة» هي أفضل ما يمثل الإيرادات الحقيقية لأي شركــة وليس إيرادات التشــغيل. ولكن ليس بالضرورة أن يكون هــذا صحيحاً؛ حيث نجد في الواقع أن زيادة الالتزام بالمعايير التي يحددها مجلس معايير المحاســبة المالية - وخاصة فيــما يتعلق بتخفيض قيم الأصول - أدت إلى تحيز شــديد ضد الإيــرادات المعلنة، وقد تم تعديل هــذه التخفيضات وفقاً لبيان معايير الحســابات المالية. القانــون رقم ١٤٢ و١٤٤ الصــادر في ٢٠٠١م والذي ينص عــلى أن أي نقص في قيمة الممتلــكات والمصانع والمعدات وغيرها من الأصول غير الملموســة (مثل: الســمعة المكتســبة من خلال شراء الأســهم أعلى من القيمة الدفترية)، يتم تقييمها وفقاً لأســعار الســوق، + ```، وقبــل ذلك وفقاً لقانون ١١٥ الصادر في ١٩٩٣م والذي ينص على أن الســندات الخاصة بالمؤسسات المالية المخصصة للتــداول أو «المعروضــة للبيــع»، يجب تقديــر قيمتها وفقــاً للقيمة العادلة للســوق[١٠].

وهذه المعايير الجديدة تطالب الشركات بتخفيض قيمة الأصول، بصرف النظر عن بيع تلك الأصول أم لا، وهذه القوانين تعتبر صارمة وخاصة في حالة الركود الاقتصادي عندما تتراجع أسعار السوق[١١]. ومن ناحية أخرى، لا يسمح للشركات بتسجيل دعم للأصول الثابتة الملموسة حتى إذا كانت تحاول تعويض انخفاض الأسعار، ما لم يتم بيعها وتسجيلها باعتبارها دخل مكاسب لرأس المال[١٢].

ومن الأمثلة اللافتة للنظر فيما يتعلق بغموض مفهوم الإيرادات، هو شراء تايم وارنر لشركة «أمريكا أون لاين»، مقابل ٢١٤ بليون دولار في يناير ٢٠٠٠م في ذروة ازدهار الإنترنت، وأمريكا أون لاين - كانت ضمن شركات مؤشر S & P 500 في ذلك الوقت - حققت مكاسب ضخمة للمساهمين، عندما قامت شركة تايم وارنر بشرائها - وهي أيضاً من شركات مؤشر S & P 500 - حيث إن سعر الشراء كان أعلى من القيمة الدفترية بكثير. ولكن هذا المكسب لم يتم تسجيله إطلاقاً في بيانات إيرادات S & P. وفي عام ٢٠٠٢م بعد زوال زهوة الإنترنت، اضطرت شركة تايم وارنر إلى تخفيض استثماراتها في أمريكا أون لاين بمقدار ٩٩ بليون دولار، وهي أكبر خسارة لحقت بأي شركة أمريكية حينئذ على الإطلاق. ولم تختلف الأرباح المركبة وقيمة السوق لأمريكا أون لاين وتايم وارنر كثيراً، بعد تراجع أسهم التكنولوجيا عن ذي قبل. ولكن لأن المكسب الذي تحققه أسهم أمريكا أون لاين لم يتم اعتباره كإيرادات مطلقاً، فقد تراجع إجمالي إيرادات مؤشر S & P 500 بصورة كبيرة، عندما تراجع سعر أمريكا أون لاين في السوق. وهناك الكثير من الشركات الأخرى أثناء تلك الفترة قاموا بإجراء تخفيضات ضخمة للأصول المكتسبة، في حين أنه لم يتم تسجيل الأرباح التي تحققها الشركة التي تم ضمها بعد شرائها.

إيرادات التشغيل وأرباح حسابات الناتج والدخل القومي:

إذا أعدنا النظر في الشكل (١٠-١)، يمكننا ملاحظة أن الانخفاضات الهائلة في الإيرادات التي يقرها S & P خلال فترتي الركود الأخيرتين تتفاوت بشدة، ليس فقط من حيث سلوك S & P في فترات الركود السابقة، بل وأيضاً من حيث سلوك أرباح الشركات بعد تسديد الضرائب، والتي يقرها مكتب التحليل الاقتصادي الذي يقوم بحساب الناتج والدخل القومي. وفي جميع فترات الركود التي حدثت قبل عام ١٩٩٠م فيما عدا ١٩٣٧م - ١٩٣٨م،

نجـد أن انخفاض الإيرادات التي يقرها S & P كان أقل من انخفاض الأرباح في حسـابات الناتج والدخل القومي. وفي حقيقة الأمر، بلغ متوسـط حجم الانخفاض في الإيرادات التي أقرها S & P في فترات الركود قبل عام ١٩٩٠م، أكثر بقليل من نصف متوسط الانخفاض في أربـاح الناتج والدخل القومي. ولكن خلال فـترات الركود الثلاثة الأخيرة، تراجعت الأرباح التـي أقرها S & P بنسـبة تتجاوز ضعف معـدل تراجع أرباح حسـابات الناتج والدخل القومي. وخلال فترة الكسـاد التي ظهرت عام ١٩٩٠م، هبطت أرباح S & P بنسـبة ٤٣٪ في حين هبطت أرباح حسابات الناتج والدخل القومي بنسبة ٤٪ فقط. وفي فترة ركود عام ٢٠٠١م تراجعت أرباح S & P بنسبة ٥٥٪، في حين انخفضت أرباح الناتج والدخل القومي بنسـبة ٢٤٪. وفي فترة الكساد الكبير تراجعت أرباح الناتج والدخل القومي بنسبة ٥٣٪، في حين تراجعت إيرادات S & P بنسبة ٩٢٪. ومن المثير للانتباه أن انخفاض إيرادات S & P في فـترة الركـود التي ظهرت عام ٢٠٠٨م - ٢٠٠٩م - حيـث كان الحد الأقصى للانخفاض في إجـمالي الناتـج المحلي أعلى بقليل من ٥٪ - كان أكبر بكثير من ٦٣٪، وهي نسـبة انخفاض إيرادات S & P في فترة الكسـاد الكبير والتي كانت أشـد بنسـبة خمسة أضعاف. كما أن أرباح حسـابات الناتج والدخل القومي كانت ضئيلـة في عام ١٩٣١م و١٩٣٢م، وهذا الأمر ليـس مفاجئـاً في ظل التدهور الاقتصادي الشـديد. وهذه التفاوتات تشـير إلى أن قواعد مجلس معايير المحاسـبة المالية، قد أسفرت عن إيرادات أقل بكثير وخاصة في فترات الركود الاقتصادي[١٣].

ولكن أحدث القواعد لمجلس المعايير للمحاسبة المالية، ليست هي السبب الوحيد الذي جعل المبادئ المحاسـبية المتعارف عليها والمقبولة عموماً، تقلل من قيمة الأرباح الحقيقية للشركات، حيث إن تكاليف البحث والتطوير قد تم تحملها، بالرغم من وجود سبب منطقي للاستفادة من هذه النفقات وتخفيضها مع مرور الوقت[١٤]، وهذا يعني أن إيرادات الشركات التي تنفق الكثير على البحث والتطوير - مثل: الصناعات الدوائية - قد تسـاهم في تقليل قيمة أرباحها الاقتصادية.

ومثـال ذلك: شركة فايزر - وهي واحدة من أكبر شركات الأدوية في العالم - التي أنفقت مـا يقرب مـن ٨ بليون دولار عام ٢٠١٢م على البحث والتطويـر، وحوالي ١,٥ بليون دولار

على المصنــع والمعــدات. وإذا اتبعنــا القواعد المحاســبية الحالية، نجــد أن شركة فايزر لم تستقطع من إيراداتها سوى ٥٪ فقط لكي تنفقها على المصنع والمعدات كنفقات استهلاكية، والباقي تم خصمه على مدار العمر الإنتاجي لهذه الأصول الملموسة.

ولكــن يجب خصم ١٠٠٪ من مبلغ ٨ بليون دولار الذي أنفقته شركة فايزر على البحث والتطوير من إيراداتها؛ وذلك لأن البحث والتطوير الخاص بهذه الشركة لا يعد من الأصول الخاضعة لقواعد المبادئ المحاســبية المتعــارف عليها والمقبولة عموماً ويجب تســديدها، وهــذا الأمر ينطبق أيضاً على قطاع التكنولوجيا، حيث إن الأصول الاســتهلاكية الملموســة الخاصة بجوجل وفيسبوك، لا تمثل سوى قسم صغير من قيمتها في السوق. وبالنسبة للكثير مــن الصناعات التي تعتبر منتجاتها ناتجة عــن عمليتي البحث والتطوير، والتي تعتبر أيضاً ابتــكارات لها الحق في التســجيل، نجــد أن جميع معايير الإيرادات ســوف تقلل من قيمة الإيرادات الفعلية المستقبلية لهذه الشركات.

والتضخم أيضاً يقلل من قيمة الإيرادات التي تحددها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها والمقبولــة عمومــاً. فكلما ارتفعت معدلات التضخم، كلما ازداد ســعر الفائدة. ومع ذلك، يتم خصــم جميع الفوائد من إيرادات الشركة، رغم أن التضخم يؤدي غالباً إلى انخفاض في القيمة الفعلية لدَين الشركة بنفس القدر إن لم يكن بنسبة أكبر. وفي فترات التضخم نجد أن تأثير ارتفاع الأسعار على المسئوليات الثابتة للشركة قد يظل مستمراً، وقد يؤدي إلى انخفاض الإيرادات المحاسبية بشكل أكبر من الإيرادات الفعلية للشركات.

وفي الحقيقــة، يؤدي التضخم أيضــاً إلى ظهور بعض التحيزات لصالــح أرباح الشركات. يعتمد الاســتهلاك على الأســعار الســابقة. وبالتالي، قد تكون تكاليف الاستهلاك في فترات التضخــم غــير كافية لتغطية تكاليف اســتبدال وتطوير رأس المال. كما أن المكاســب التي تحققها الشركات من السلع المخزونة أثناء التضخم، لا تمثل زيادة في حجم الأرباح[١٥]. لذلك، قامت حسابات الناتج والدخل القومي بإجراء تعديل على أرباح الاستهلاك والسلع المخزونة، عند حساب الأرباح التي تحققها الشركات، بالرغم من أنها لم تُجرِ أية تعديلات تتعلق بتغير القيمــة الفعلية للديــن. وفي ضوء جميع هذه العوامل، يتبين لنــا أن أرباح الشركات أثناء فترات التضخم تقلل من قيمة الإيرادات الفعلية للشركات.

تقرير الإيرادات الربع سنوية:

الفرق بين إيرادات التشـغيل التي تقرها الشركة وبين ما يتوقعه المستثمرون، هو الذي يتحكم في أسـعار الأسهم أثناء «موسـم الإيرادات»، الذي يحين موعده في فترة مدتها ثلاثة أسـابيع تأتي كل ثلاثة أشـهر. وعندما يتنامى إلى علمنا أن شركة «س» تحطم الأسعار، فإن هذا يعني أن إيراداتها قد تجاوزت التوقعات الخاصة بإيرادات التشغيل[١٦].

ولكن التقديرات المعلنة لا تتطابق دائما مع توقع أسـعار الأسـهم في نفس توقيت هذا الإعلان. والسـبب في ذلك، هو أن المحللين والمستثمرين الذي يراقبون الشركات عن كثب، غالبـاً ما يضعون توقعاتٍ تختلف عن الرأي العام، وهـذه التقديرات عادة ما يطلق عليها «التوقعات الصامتة»؛ وذلك بسبب عدم نشرها على نطاق واسع، وهي تلك التقديرات التي يتم وضعها فيما يتعلق بأسعار الأسهم، وفي معظم الأحيان تكون هذه التقديرات أعلى من التقديرات المعلنة - وخاصة فيما يتعلق بأسهم قطاع التكنولوجيا - التي يكون عليها تجاوز سعر السوق بفارق كبير لرفع أسعار أسهمها.

ومن أسـباب ارتفاع التقديـرات السرية عن التوقعات المعلنة، هـو أن توجيه إيرادات الشركـة للمحللين، غالباً ما يتجه نحو الجانب التشـاؤمي. وبذلك، يمكن للشركة أن تفاجئ الجميـع وتهـزم التقديـرات في تقاريرها الربع سـنوية. كيف يمكننا تفسـير نجاح تقارير الإيرادات الربع سـنوية خلال السـنوات العشر الأخيرة، في تجاوز التقديرات المعلنة بنسبة ٦٥٪ تقريبـا؟[١٧] بالإضافة إلى أن هناك عدداً هائلاً من الشركات يهزم التقديرات بفارق قرش واحد، وهو أعلى بكثير مما قد نتوصل إليه بالحسابات الإحصائية.

وبالرغم من أهمية الإيرادات، إلا أنها ليست البيانات الوحيدة التي يستخدمها التجار في التقاريـر الفصلية، حيث إن الدخل عادة ما يعتبر المؤشر الثاني من حيث الأهمية لتوقعات الشركات، بل إنه يعد أكثر أهمية من الإيرادات لدى بعض المستثمرين. وعند دمج بيانات الدخل مع بيانات الإيرادات، يمكننا حساب هامش الربح على المبيعات، وهو نوع آخر من البيانات الهامة.

ولكـن بيانـات الدخل وبيانـات الإيرادات تختلفـان من حيث مصـدر كل منهما. يتم الاستعانة بالإيرادات لحساب أرباح كل سهم، في حين أن الدخل لا يتم استخدامه بهذا الشكل.

ومــن المحتمل ألا تتمكن الشركات من تحقيــق توقعات الدخل وتعجز عن تحقيق هامش التوقعــات، ولكنها لا تزال تتجاوز قيمة إيرادات كل ســهم؛ لأن الشركة قامت بخفض عدد أســهمها الناجحة خلال الشــهور الثلاثة الماضية من خلال إعادة شرائهــا، ويمكن لإيرادات السهم الواحد أن تستمر في النمو، حتى إذا ظل إجمالي الدخل ثابت كما هو.

وأخــيراً، نجد أن المســتثمرين يتأثرون بتوجيــه الإيرادات الذي تقدمــه الشركات خلال الفصل أو العام المقبل، كما أن التوجيه الذي يقل عن التوقعات الســابقة، ســوف يؤثر حتماً على أسعار الأسهم تأثيراً سلبياً، وكانت الإدارة لتقدم النصيحة للمحللين منذ عدة سنوات، في حالة ظهور أخبار جيدة أو سيئة من شأنها التأثير على الشركة. ولكن بعد اتباع هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية لقوانين الكشــف العادلة الجديدة الصارمة عام ٢٠٠٠م، لم يعد مثل هذا الكشف أمراً مسموحاً. ويعتبر اللقاء الذي ينعقد عبر الهاتف كل ثلاثة أشهر فرصة مثالية؛ كي تتمكن الإدارة من الإعلان عن كافة المعلومات الهامة من أجل المساهمين.

الخاتمة:

العامل الأساسي في تحديد قيمة الأسهم هي التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة التي ســيحصل عليها المستثمرون، حيث إن هذه التدفقات النقدية - وتعرف بالأرباح - تأتي من الإيرادات. إذا حققت الشركة نفس نسبة العوائد من إيراداتها المحتجزة، والتي لا يمكنها أن تحقق مثلها من رأس المال، فإن سياســة الأرباح الخاصة بالشركة لن تؤثر على السعر الحالي للأسهم، بالرغم من أنها ستؤثر على معدل النمو المستقبلي لإيرادات وأرباح السهم الواحد.

هنــاك الكثير من المفاهيــم الخاصة بالإيرادات. إيرادات تشــغيل الشركة هي ما يقوم المحللــون بحســابها والتنبؤ بها، وهي أهم البيانات المســتخدمة في إعــداد التقارير الربع سنوية، وغالباً ما تكون إيرادات التشغيل أعلى من الإيرادات المعلنة، أو التي تقرها المبادئ المحاســبية المتعارف عليها والمقبولة عموماً. ولكن أحدث قواعد مجلس معايير المحاســبة الماليــة، أدت إلى ظهور بعــض التحيز ضد الإيــرادات المعلنة، وخاصة أثنــاء فترات الركود الاقتصــادي، عندمــا يتعين على الشركة تســجيل الخســائر التي لم يتم تحقيقهــا في تقارير الإيــرادات. أما فيما يتعلق بتأثير بيانات الإيرادات على تقدير قيمة ســوق الأوراق المالية، فإن هذا هو الموضوع الذي سنتناوله في الفصل التالي.

الهوامش:

1. Robert Arnott, “Dividends and the Three Dwarfs,” Financial Analysts Journal, vol. 59, no. 2 (Marchi April 2003), p. 4.
2. Real per share earnings have increased at about one-half the rate of real GOp’ while NIPA corporate profits grow at the same rate as GOP.
3. After-tax corporate profits are taken from Table 1.12, line 45, of NIPA. “National” income (as opposed to “domestic income”) includes the return from U.S. capital earnings in foreign markets.
4. Myron J. Gordon, The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation, Homewood, IL: Irwin, 1962.
5. This also assumes that there is no differential tax on capital gains and dividends. See Chapter 9 for more discussion of this issue.
6. Firms that pay no dividends, such as Warren Buffett’s Berkshire Hathaway, have value because their assets, which earn cash returns, can be liquidated and disbursed to shareholders in the future.
7. John Burr Williams, The Theory of Investment Value, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1938, p. 30.
8. Although earnings filed with the IRS may differ from these.
9. I am indebted to David Bianco, chief U.s. equity strategist from Deutsche Bank, for much of this information.
10. These standards are no long called SFAS. All rules are now organized in one “accounting standard codification” (ASC), and FASB now issues an “accounting standard update,” or ASU.
11. See Dan Givoly and Carla Hayn, “Rising Conservatism: Implications for Financial Analysis,” Financial Analysts Journal, vol. 58, no. 1 (January-February 2002), pp. 56-74. Notes Notes 391
12. International Financial Reporting Standards (IFRS) allow the write-ups of asset values in some situations.
13. These differences in the two series prompted the BEA to put out a brief entitled “Comparing NIPA Profits with the S&P 500 Profits” written by Andrew W. Hodge in Survey of Current Business, vol. 91 (March 2011). The BEA defines corporate profits as the income earned from the current production by U. s. corporations based on “adjusting, supplementing, and integrating financial based and tax-based source data.” Hodges indicates that Table 1.12, line 45, provides the most comparable data to the S&P 500 earnings.

14. This undercapitalization takes place both in accounting and in the GOP accounts. See Leonard Nakamura, “Investing in Intangibles: Is a Trillion Dollars Missing from GOP?,” Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Fourth Quarter 2001, pp. 27-37. In 2013 the BEAbegan to count research and development as investment in the GOP accounts.
15. These issues are also discussed in Chapter 14.
16. Wall Street analysts forecast operating earnings knowing which items those firms have traditionally included or excluded from their reports. GAAP earnings are rarely forecast since it is difficult to predict when firms will take special charges for restructuring or report onetime items such as capital gains.
17. The 65 percent number is often taken as the benchmark to analyze how good the quarter was for earnings in general.

الفصل الحادي عشر
معايير تقييم سوق الأوراق المالية

«حتــى عندما يكون الدافع الخفي للشراء (في حالة الأســهم العادية) هو مجرد الطمع في المضاربة، فإن الطبيعة البشرية ترغب في إخفاء هذا الدافع البغيض خلف ســتار المنطق الواضح والعقل الراجح».

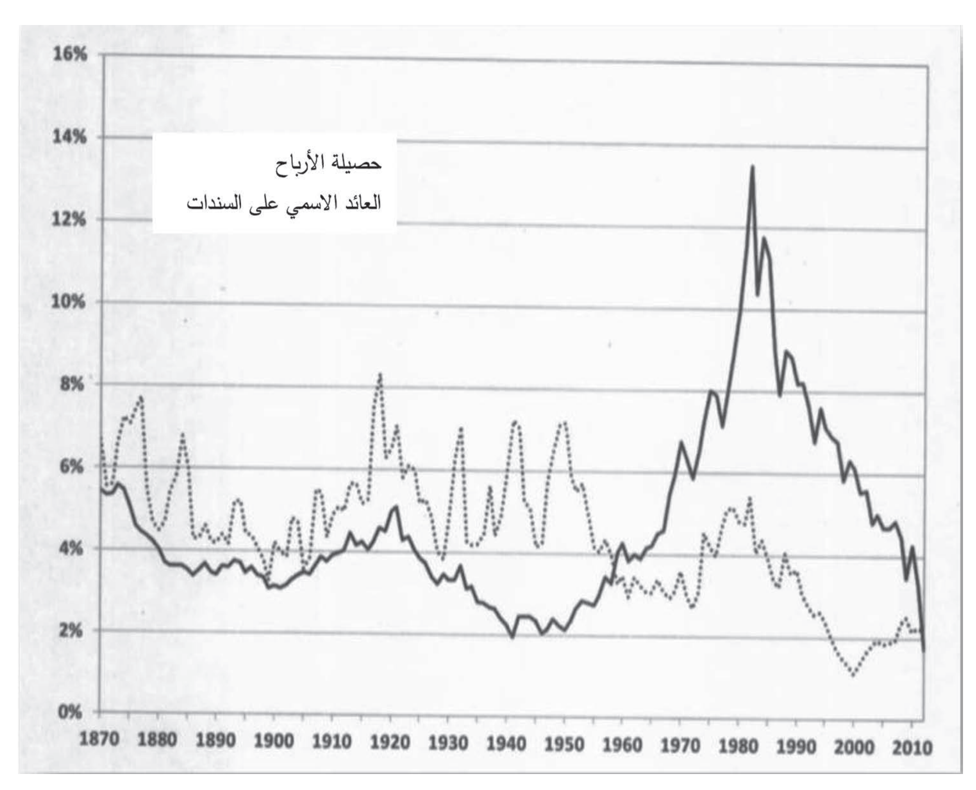
بنجامين جراهام وديفيد دود، ١٩٤٠م[١].

عودة نذير الشؤم:

في صيــف عام ١٩٥٨م، وقع حدث جلل لأولئك الذين يتبعون المعايير المســتخدمة منذ زمن بعيد لتقييم ســوق الأوراق المالية. ولأول مرة في التاريخ يرتفع ســعر الفائدة الخاص بالسندات الحكومية طويلة الأجل بصورة واضحة ليتجاوز أرباح الأسهم العادية.

وقــد تناولت جريــدة «بيزنس ويك» هذا الحدث في أغســطس عــام ١٩٥٨م، في أحد المقالات بعنوان «عودة نذير الشــؤم»، حيث تحذر المســتثمرين مــن اقتراب قيمة عوائد الأسهم من قيمة عوائد السندات؛ لأن ذلك سيؤدي إلى انخفاض وشيك في السوق الرئيسية[٢]. فقد حدث انهيار ســوق الأســهم عام ١٩٢٩م، وهو العام الذي تراجعت فيه أرباح الأسهم لتصل إلى مســتوى أرباح الســندات، وكذلك انهيار سوق الأسهم عام ١٨٩١م وعام ١٩٠٧م، الذي حدث نتيجة لاقتراب عوائد السندات بفارق ١٪ من عوائد الأسهم.

وحتى حلول عام ١٩٥٨م - كما يوضح الشــكل (١١-١) كانت العوائد الســنوية للأسهم دائمــاً أعلى من ســعر الفائدة طويل الأجل، وظن المســتثمرون أن هــذا هو المفترض به أن يكون، وكانت نســبة الخطورة في الأســهم أعلى منها في السندات. وبالتالي، يجب أن تكون قيمة عوائد الأسهم في السوق أعلى من عوائد السندات. وفي ضوء هذا المعيار، عندما ترتفع أســعار الأسهم بشــدة وتؤدي إلى انخفاض عوائدها لتصبح أقل من عوائد السندات، يكون هذا هو الوقت المناسب لبيعها.



الشكل (١١-١) حصيلة الأرباح والعائد الاسمي للسندات، ١٨٧٠م - ٢٠١٢م

ولكن الأمور لم تكن تجري بهذا الشكل عام ١٩٥٨، حيث كانت عوائد الأسهم تتجاوز ٣٠٪ خلال ١٢ شهراً عقب انخفاض عوائدها أقل من عوائد السندات، وقد استمرت عوائد الأسهم في الارتفاع بعد ذلك حتى أوائل الستينيات.

وأصبح الآن من الواضح وجود أسباب اقتصادية منطقية آنذاك جعلت مؤشر التقييم الموثوق يتنحى جانباً. وقد ساهم التضخم في زيادة قيمة عوائد السندات لتعويض المساهمين عن زيادة الأسعار، في حين قام المستثمرون بشراء الأسهم؛ لأنهم كانوا يطالبون بأصول حقيقية. وفي سبتمبر ١٩٥٨م نشرت «بيزنس ويك» أن «العلاقة بين عوائد الأسهم والسندات تعطي إشارة تحذيرية واضحة، ولكن المستثمرين لا زالوا يعتقدون أن التضخم أمر محتوم لا مفر منه، والأسهم هي الوسيلة الوحيدة للحماية منه»[٣].

ولكن الكثيرين في وول ستريت منزعجون بسبب «التقلبات الكبيرة للعوائد»، وقد صرح نيكولاس مولودوفسكي - نائب رئيس مجلس إدارة شركة وايت آند ويلد ورئيس تحرير صحيفة المحللين الماليين - بقوله:

> «يزعم بعض المحللين الماليين أن تقلبات عوائد الأسهم والسندات ما هي إلا ثورة مالية حدثت نتيجة لعدة أسباب معقدة. وعلى العكس من ذلك، لم يحاول البعض الآخر تفسير الأمور المبهمة، حيث أبدوا استعداداً واضحاً لتقبل الأمر باعتباره أحد مظاهر العناية الإلهية بعالم المال»[٤].

تصور أن المستثمر الذي يتبع هذا المؤشر الموثوق، يسحب كل ما يملك من نقود خارج سوق الأوراق المالية في أغسطس عام ١٩٥٨م، ثم يضعها في السندات ويتعهد بعدم شراء أسهم أبداً، حتى ترتفع عوائدها مرة أخرى وتتجاوز عوائد السندات. هذا المستثمر سوف يكون عليه الانتظار لمدة ٥٠ عاماً أخرى كي يعود إلى الأسهم من جديد، حيث إن عوائد الأسهم لم ترتفع مرة أخرى لتتجاوز عوائد سندات الخزانة طويلة الأجل، إلا عند حدوث الأزمة المالية عام ٢٠٠٩م، أي أن بعد مرور نصف قرن بلغ معدل العوائد الفعلية للأسهم أكثر من ٦٪ سنوياً، وتجاوز معدل عوائد السندات ذات الدخل الثابت.

هذا المثال يبين لنا أن مقاييس التقييم تظل سارية ما لم تتغير الظروف الاقتصادية والمالية. فقد أدى التضخم المتكرر في فترة ما بعد الحرب - الناتج عن الانتقال إلى معيار النقود الورقية - إلى تغير طريقة المستثمرين في الحكم على مزايا الاستثمار الخاصة بالأسهم والسندات؛ حيث كانت الأسهم تمثل أصولاً حقيقية ترتفع أسعارها مع زيادة معدلات التضخم، في حين أن السندات لم تكن كذلك. وأولئك المستثمرون الذين أصروا على اتباع الوسائل القديمة لتقييم الأسهم، لم يشاركوا أبداً في واحدة من أكبر الأسواق الصاعدة على مر التاريخ.

المعايير التاريخية لتقييم السوق:

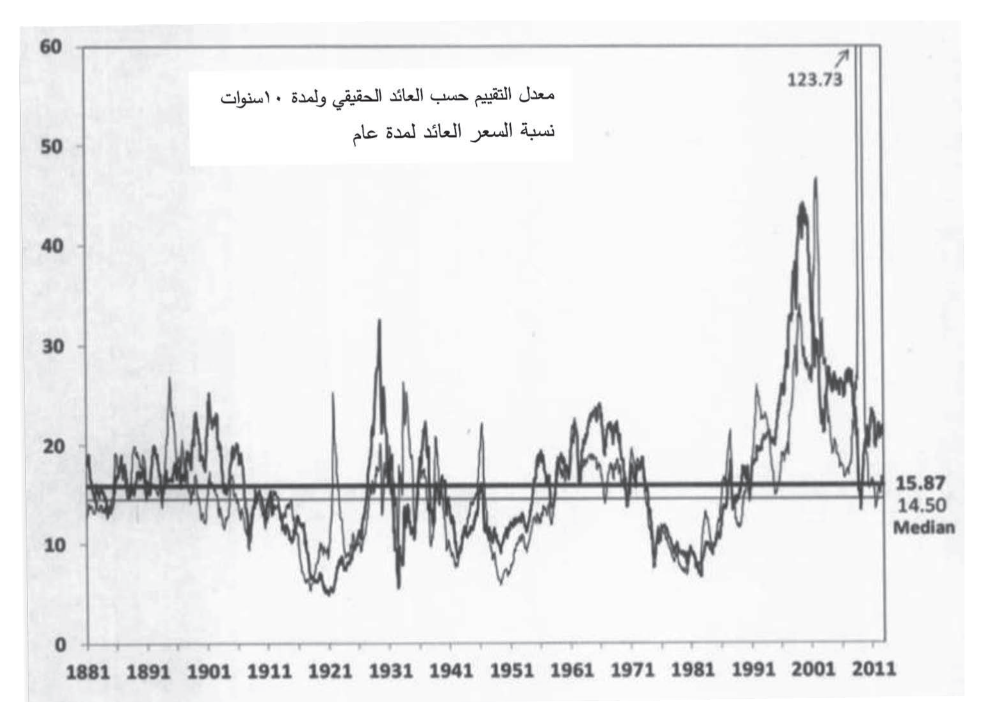
لقد تم استخدام العديد من المعايير لتقييم أسعار الأسهم، ومعرفة ما إذا كانت قيمتها أعلى أم أقل مما تستحق. ومعظم هذه الوسائل تقيس قيمة الأسهم البارزة في السوق

المتعلقــة بالأســس الاقتصاديــة، مثل: الإيــرادات أو الأرباح، أو القيمــة الدفترية، أو بعض المتغيرات الاقتصادية، مثل: الناتج المحلي الإجمالي، أو أسعار الفائدة.

نسبة السعر للإيرادات:

أهم معايير تقييم الأســهم هو مقياس النســبة بين الســعر والإيرادات (مقياس P/E). مقياس P/E الخاص بالأسهم يقصد به: النسبة بين سعر السهم وإيراداته. أما مقياس P/E الخاص بالســوق، فهو النســبة بين إجمالي إيرادات السوق وإجمالي قيمة السوق. ومقياس P/E يقيس مدى رغبة المستثمر في الدفع مقابل قيمة الدولار في الإيرادات الحالية.

ويوضــح لنا الشــكل (١١-٢) مقياس P/E التاريخي الخاص بالســوق منذ عام ١٨٧١م وحتى ديســمبر ٢٠١٢م، في ضوء الـ ١٢ شــهراً الأخيرة لإيرادات S&P، ونموذج آخر لمقياس P/E في ضوء السنوات العشر الأخيرة، وهو ما يعرف بمقياس P/E المعدل دورياً أو مقياس CAPE، وهذا ما سنناقشــه في قســم لاحق من هذا الفصل. ويتميز مقياس P/E المبني عــلى إيرادات ١٢ شــهراً بقفزة كبيرة، حيث بلــغ ١٢٣,٧٣ في فترة الركــود الاقتصادي عام ٢٠٠٩م، وهــذه القفزة لم تنتج عن ارتفاع أســعار الأســهم، بل عن الانخفاض الشــديد في إجمالي الإيرادات الذي تســبب فيه وقوع خســائر هائلة تركزت في بضع شركات. وهناك أيضاً قفزة صغيرة ظهرت في الركود عام ٢٠٠٩م، وهي ناتجة أيضاً عن خسائر كبيرة لحقت ببعض الشركات. ويســاهم متوســط قيمة مقياس P/E - على عكس المتوســط الحسابي - في التخفيــف من أثر هذه القفزات، والتوجيه بشــكل أفضل في عمليــة التقييم الحقيقي للسوق. ومنذ عام ١٨٧١م وحتى عام ٢٠١٢م كان متوسط مقياس P/E المبني على الـ ١٢ شهراً الماضية من الإيرادات هو ١٤,٥٠، في حين أن المتوسط المبني على الـ ١٢ شهراً القادمة من الإيرادات هو ١٥,٠٩.



الشكل (١١-٢) نسبة مقياس P/E لسنة واحدة ونسبة CAPE لعشر سنوات، ١٨٨١م - ٢٠١٢م

تحيز التجميع:

الأســلوب التقليدي لحســاب مقياس P/E لأي مؤشر أو حافظــة هو جمع إيرادات كل شركة في المؤشر، وقســمة الناتج على إجمالي قيمة الســوق للمؤشر. وعادة ما تعطي هذه الطريقة نتيجة صحيحة للتقييم، ولكن عندما تعاني شركة واحدة أو أكثر من خســارة كبيرة، فإن هذا الإجراء سوف يعطينا رؤية غير دقيقة لتقييم المؤشر.

ســوف نعرض مثالاً بســيطاً لشركتين (أ) و(ب). لنفرض أن الشركة (أ) شركة ناجحة تبلغ إيراداتها ١٠ بليون دولار، وتقدر مبيعاتها بمتوسط ١٥ على مقياس P/E، مما يجعل قيمتها في السوق ١٥٠ بليون دولار، ولنفرض أن الشركة (ب) ليست بحال جيدة، حيث تعاني من خسارة قيمتها ٩ بليون دولار، وقيمتها في السوق لا تتعدى ١٠ بليون دولار، وتتكون حافظة القيمة المرجحــة من ٩٤٪ تقريباً تخص الشركــة (أ) (١٥٠ بليون دولار من أصل ١٦٠ بليون دولار)،

و٦٪ تخص الشركة (ب). ولكن اســتخدام الطريقة التقليدية لحســاب مقياس P/E الخاص بالحافظة، ســوف يحســب قيمة إجمالي الإيــرادات لكلتا الشركتين وهو مــا يعادل ١ بليون دولار، ثم يقســم الناتج على قيمة السوق للشركتين التي تساوي ١٦٠ بليون دولار. وبالتالي، ســوف يكون الناتج ارتفاع قيمة مقياس P/E بشــكل غير عادي ليصل إلى ١٦٠، بالرغم من أن ٩٤٪ مــن الحافظة أو أكثر يخص شركة واحدة قيمة مقياس P/E الخاص بها هي ١٥، وأنا أطلق على هذا التشويه في نسبة P/E الخاصة بالمؤشر مصطلح «تحيز التجميع».

يرجع الســبب في اعتبار جمع الأرباح والخسائر معاً ثم قسمة الناتج على إجمالي قيمة السوق أمراً خاطئاً، إلى أن الخسائر التي تلحق بإحدى الشركات لا تلغي الأرباح التي حققتها شركة أخرى، وأصحاب الأسهم لهم حقوق فريدة من نوعها في أرباح الشركات التي تملك تلك الأسهم، ولا علاقة لهم بالخسائر التي تلحق بالشركات الأخرى.

وظل تحيز التجميع موجــوداً وخاصة في الركود الاقتصادي عام ٢٠٠١م - ٢٠٠٢م، وخلال الأزمة المالية الأخيرة. وقد نتج الانخفاض الهائل في الإيرادات عام ٢٠٠١م عن تدهور الحال في قطــاع التكنولوجيا، والتخفيض الكبير الذي تم إجبار بعض الشركات - مثل: تايم وارنر - على إجرائه في اســتثماراتها. وفي عام ٢٠٠٩م، كانت الخســائر الضخمة من نصيب القطاع المالي، حيث تحملت بعض المؤسسات، مثل: سيتي بانك، وبنك أمريكا، وخاصة AIG، خسائر كبيرة قضت على معظم إيراداتها التي تحصل عليها من الشركات الناجحة في مؤشر S & P 500.

من المؤكد أنه لا يسهل إصلاح تحيز التجميع. هناك طريقة واحدة لذلك، وهي تحديد حجم الأرباح والخســائر لكل شركة عن طريق تحديد قيمتها في الســوق من خلال المؤشر[٥]. وأثناء الفترات الطبيعية التي تكون فيها معظم الشركات رابحة والشركات الأخرى تعاني من خســائر ضئيلة، نلاحظ أن تحيز التجميع ضعيف جداً. أما عندما تعاني بعض الشركات من خسائر هائلة، يصبح تحيز التجميع مهماً.

حصيلة الأرباح:

من المتغيرات الهامة أيضاً هو معكوس مقياس P/E الذي يعرف باســم: حصيلة الأرباح، وحصيلة الأرباح هو المشابه لحصيلة العوائد، وهو يقيس الأرباح التي يحققها كل دولار من قيمة الأسهم في السوق[٦].

عندما يكون وسيط مقياس P/E هو ١٥ بالنسبة للسوق الأمريكية، فإن هذا يعني أن متوسط حصيلة الأرباح هو ١٥/١ أو ٦,٦٧٪، وهذه القيمة قريبة جداً من قيمة العوائد الفعلية للأسهم طويلة الأجل، وهذه ليست مصادفة. ومن المؤكد أن هذا ما كانت النظرية المالية لتتنبأ به، حيث إن الأسهم - على عكس السندات - التي ظلت قسائمها ثابتة أثناء التضخم تعتبر أصولاً حقيقية، والأصول الحقيقية تزداد قيمتها مع زيادة المستوى العام للأسعار. وبالتالي، فإن حصيلة أرباح الأسهم تعتبر حصيلة حقيقية، وينبغي أن تطابق متوسط العائد الفعلي الذي يحصل عليه المساهمون مقابل احتفاظهم بالأسهم.

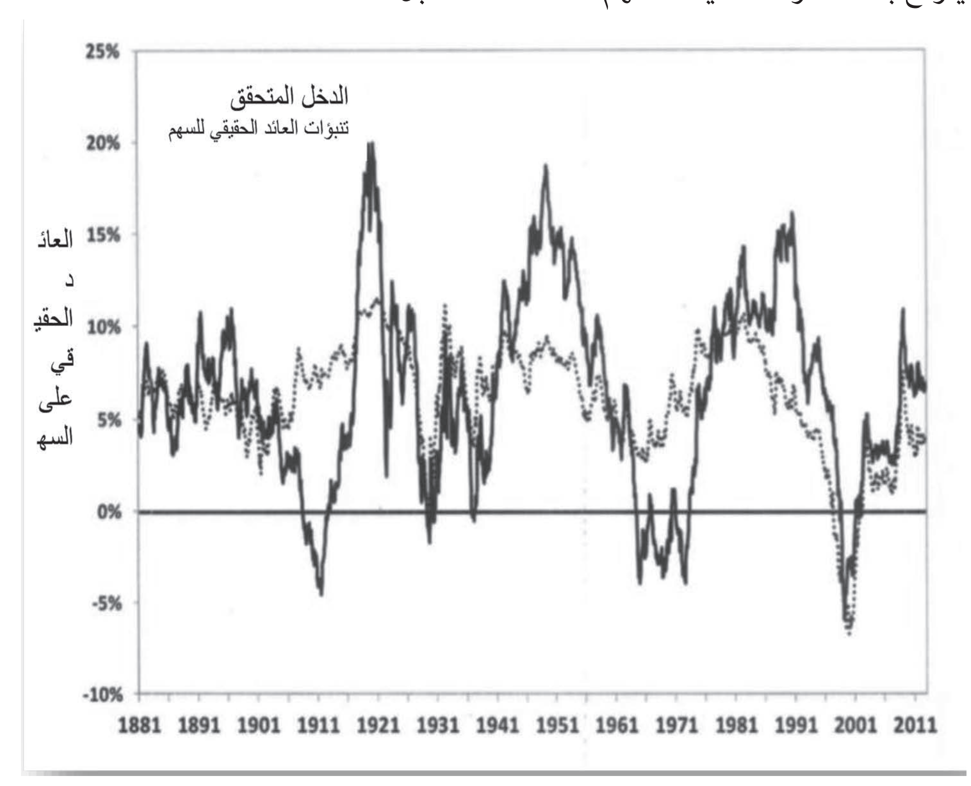
نسبة P/E المعدل دورياً (نسبة CAPE):

قام روبرت شيلر Robert Shiller وزميله جون كامبل John Campbell في عام ١٩٩٨م بنشر مقال على نهج مختلف: «نسب التقييم وتوقعات سوق الأسهم طويلة الأجل»[٧]، حيث أكد هذا المقال - الذي صدر بعد عملهما السابق في مجال توقعات سوق الأوراق المالية - أن عوائد سوق تداول الأسهم طويلة الأجل لم تكن تسير بصورة عشوائية، بل يمكن التنبؤ بها عن طريق مقياس للتقييم يعرف باسم: مقياس النسبة بين الأسعار والإيرادات المعدل دورياً أو مقياس CAPE[٨]، وهذا المقياس يتم حسابه عن طريق اختيار أحد المؤشرات الشائعة لأسعار الأسهم - مثل: مؤشر S & P 500 - وقسمة قيمته على متوسط إجمالي الإيرادات خلال السنوات العشر الماضية، حيث يتم القياس بالقيم الحقيقية. والهدف من استخدام هذا المقياس هو تهدئة التقلبات المؤقتة في الأرباح الناتجة عن دورة الأعمال، ثم انخفضت قيمة مقياس CAPE لتقترب من العوائد الفعلية المستقبلية للأسهم خلال ١٠ سنوات، مما جعل من هذا المقياس متغيراً قوياً للتنبؤ بعوائد الأسهم طويلة الأجل[٩]. ويوضح الشكل (١١-٢) مقياس CAPE إلى جانب مقياس P/E لعامٍ واحد. ونظراً لاعتماد مقياس CAPE على متوسط الإيرادات لمدة عشر سنوات، فإنه لا يوضح الزيادات الهائلة التي تظهر في مقياس P/E لعامٍ واحد.

وتشير قدرة مقياس CAPE على التنبؤ بالعوائد الفعلية للأسهم إلى أن عوائد الأسهم طويلة الأجل تمثل «متوسط العائد». وعندما تكون قيمة مقياس CAPE أعلى من متوسط هذه القيمة على المدى البعيد، نجد أن النموذج يشير إلى انخفاض العائد الفعلي للأسهم

أقل من المتوسـط، ويرتفع متوسـط العوائد عندما تنخفض قيمة مقياس CAPE. ويعرض لنا الشكل (١١-٣) القيمة المتوقعة والفعلية لعوائد الأسهم لمدة ١٠ سنوات من خلال نموذج مقياس CAPE [١٠].

وقد نجح مقياس CAPE في لفت الأنظار، عندما قام كل من كامبل Campbell وشيلر Shiller بعـرض نموذج أولي من عملهما على مجلس المحافظـين للاحتياطي الفيدرالي في ٣ ديسـمبر ١٩٩٦م، حيث حذرا من أن أسـعار الأسـهم في أواخر التسـعينيات كانت تتصدر الإيرادات[١١]، ويقال إن «خطاب الزيادة غير المعقولة» الذي ألقاه جرينسـبان Greenspan بعد ذلك بأسبوع يعتمد بشكل جزئي على بحثهما. وفي ذروة السوق التصاعدية عام ٢٠٠٠م بلغـت قيمة مقياس CAPE ٤٣، وهذه القيمة أكثر من ضعفي المتوسـط المعتاد له، وهو يتوقع بدقة العوائد القليلة للأسهم خلال العقد المقبل.



الشكل (١١-٣) تنبؤات مقياس CAPE وعائدات الأسهم الحقيقية خلال ١٠ سنوات، ١٨٨١م - ٢٠١٢م

وفي يناير ٢٠١٣ بلغت قيمة مقياس CAPE ٢٠.٦٨، أي أكثر من متوسط قيمته على المدى البعيد بنسبة ٣٠٪، وقد تنبأ بأن العائد السنوي المستقبلي للأسهم خلال عشر سنوات سوف يصل إلى ٤,١٦٪، أي أقل من متوسط قيمته على المدى البعيد بنسبة ٢,٥٪. وبالرغم من أن عوائد الأسهم المتوقعة كانت أعلى بكثير مما كان متاحاً حينذاك في سوق السندات، إلا أن توقع مقياس CAPE بانخفاض القيمة أثار بعض المخاوف بين الكثيرين، ممن يضعون توقعات متعلقة بسوق تداول الأسهم؛ خشية أن يصبح هذا السوق بحلول عام ٢٠١٢م مقدراً بأعلى من قيمته، وأن تكون هناك سوق هابطة أخرى على وشك الظهور.

ولكن التحليل الدقيق أشار إلى أن قيمة مقياس CAPE المبنية على إيرادات مؤشر S & P 500 قد تكون منخفضة. ولم يمر سوى تسعة أشهر منذ يناير ١٩٩١م حتى أصبح مقياس CAPE أقل من متوسط قيمته على المدى البعيد، ولكن في ٣٨٠ شهراً من أصل ٣٨٤ منذ عام ١٩٨١م وحتى ٢٠١٢م، تجاوزت العوائد الفعلية التي مدتها ١٠ سنوات في سوق الأسهم جميع التوقعات التي وضعت باستخدام نموذج مقياس CAPE.

ويمكن أن يرجع هذا الهبوط غير المبرر في نموذج CAPE إلى عدة عوامل، أهمها هو عدم وضوح الإيرادات التي تقرها ستاندرد آند بورز من أجل مؤشر S & P 500[١٢]. وكما ذكرنا في الفصل السابق أن القواعد الجديدة لمجلس معايير المحاسبة المالية أدت إلى تراجع إيرادات S & P، وخاصة في فترات الركود الاقتصادي، علاوة على أن تحيز التجميع يجعل المنهج الذي يتبعه S & P في تحديد قيمة السوق غير دقيق، وذلك عندما تحقق بعض الشركات خسائر ضخمة. كما أن الانخفاض الشديد في إيرادات S & P عام ٢٠٠٩م سوف يؤدي إلى ارتفاع قيمة مقياس CAPE، وذلك حتى انتهاء متوسط السنوات العشر في عام ٢٠١٩م.

وعندما يتم استبدال إيرادات تشغيل S & P أو الأرباح الفعلية المعدلة لحسابات الناتج والدخل القومي بإيرادات S & P المعلنة، تظهر لنا صورة مختلفة تماما[١٣]. ويبين لنا الشكل (٤-١١) مقياس CAPE من حيث متوسط قيمته على المدى البعيد، من خلال إيرادات التشغيل والإيرادات المعلنة لمؤشر S & P، وأرباح حسابات الناتج والدخل القومي.

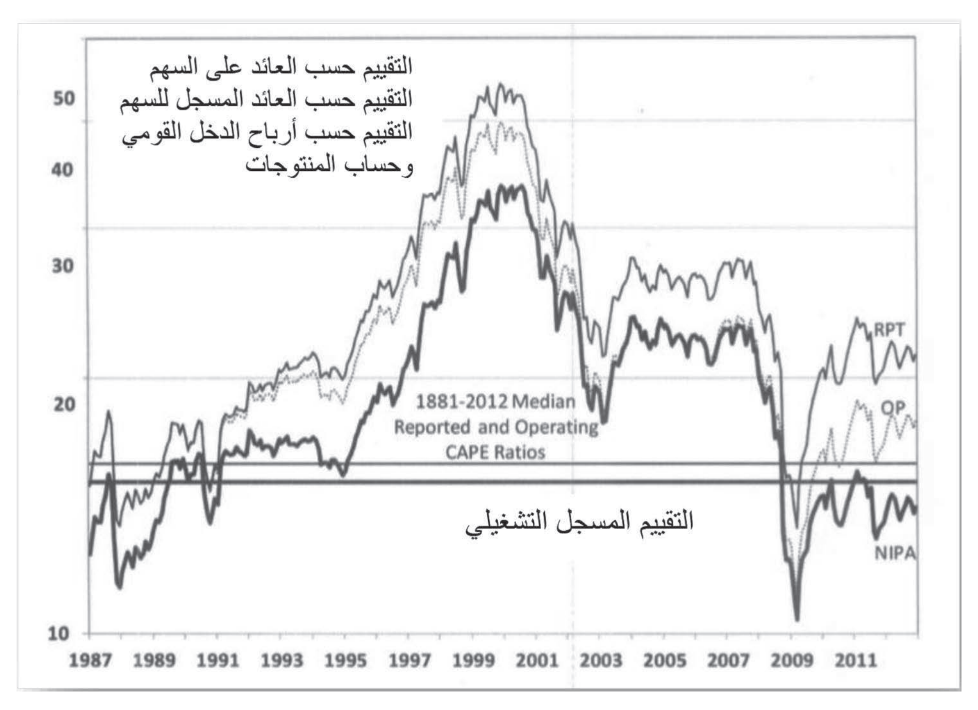
وفي ظل هــذه المقاييس المختلفة، يتم التخلص من مســألة المبالغة في تقدير قيمة ســوق تداول الأســهم التي ظهرت خلال الســنوات الأخــيرة، أو على الأقل يتم الحد منها بشــكل ملحوظ.

النموذج الفيدرالي، وحصيلة الأرباح، وعوائد السندات:

في بدايــة عــام ١٩٩٧ قام ثلاثة من الباحثــين - نتيجة المخاوف الزائــدة لرئيس مجلس الاحتياطــي الفيــدرالي الأمريكي «آلان جرينســبان» Alan Greenspans تجــاه أثر ارتفاع قيمة سوق الأســهم على الوضع الاقتصادي - بالمجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، بنشر دراســة بعنوان «توقعات الإيرادات والتنبؤ بعوائد الأســهم: البحث عــن الدليل في تداول أسهم S & P»[١٤]، حيث أكدت هذه الدراسة وجود تطابق ملحوظ بين حصيلة أرباح الأسهم وعوائد السندات الحكومية خلال ٣٠ عاماً.

وقد أيد جرينســبان Greenspans نتائج هذه الدراســة، وأشــار إلى أن البنك المركزي يرى أن ســوق تداول الأسهم تكون قيمتها مبالغ فيها، عندما تتراجع حصيلة الأرباح لتصبح أقــل من عوائد الســندات، وتكــون قيمتها أقل مما ينبغي إذا حــدث العكس. كما أوضح التحليل أن الســوق تم تقديره بأكثر من قيمته بكثير في أغســطس عــام ١٩٨٧م - أي قبل انهيــار البورصة في شــهر أكتوبر عام ١٩٨٧م - وتم تقديرها أقــل من قيمته بكثير في أوائل الثمانينيات عندما بدأت السوق الصاعدة.

والفكــرة الأساســية وراء وضع النموذج الفيدرالي هي من قبيــل مقارنة الأرباح بعوائد السندات التي تناولناها في بداية هذا الفصل، ولكنه يستعين بحصيلة الأرباح وليس العوائد، مع العلم أن الشركات لا تدفع سوى جزء ضئيل من إيراداتها كأرباح. وعندما ترتفع عوائد الســندات لتتجاوز حصيلة الأرباح تتراجع أسعار الأسهم؛ لأن المستثمرين يقومون بتحويل محافظهم من الأســهم إلى الســندات. ومن ناحية أخرى، عندما تتراجع عوائد الســندات لتصبح أقل من حصيلة الأرباح، يقوم المستثمرون بالتحويل من السندات إلى الأسهم.



الشكل (١١-٤) أرباح التشغيل وأرباح الدخل القومي وحسابات المنتج (NIPA)، ١٩٨٧م - ٢٠١٢م

ولكن هذا النموذج به نفس القصور الموجود في مقاييس الأرباح وعوائد السندات التي ذكرناها في مستهل هذا الفصل، حيث إن السندات الحكومية لديها ضمانات صارمة كي تتمكن من دفع عدد معين من الدولارات طوال الوقت ولكنها تواجه خطر التضخم، في حين أن الأسهم - على الجانب الآخر - تعتبر أصولاً حقيقية ترتفع أسعارها مع زيادة معدلات التضخم، ولكنها تتلافى خطر الإيرادات غير المضمونة. والسبب في نجاح النموذج الفيدرالي، يرجع إلى أن السوق قد واجهت هذين النوعين من المخاطر بنسبة متساوية تقريباً خلال هذه الفترة.

ولكن هاتين الخطورتين لا تتساويان في حالة انخفاض معدل التضخم أو في حالة الانخفاض المتواصل للأسعار. في تلك الظروف نجد أن السندات (وخاصة السندات الحكومية الأمريكية) تسير بشكل جيد، ولكن الانكماش المالي يقلل من سلطة الشركة في تحديد الأسعار ويؤثر على الأرباح تأثيراً سلبياً. وقد اتضح أن النموذج الفيدرالي لم ينجح في التنبؤ بقيمة عوائد الأسهم قبل أن يصبح التضخم من أكبر المخاوف أثناء السبعينيات، ولم ينجح أيضاً

خــلال الأعــوام الأخيرة عندما أصبح الانكماش هو المصــدر الحقيقي للخوف عقب حدوث الأزمة المالية. لذلك، حظي النموذج الفيدرالي بقليل من الاهتمام خلال السنوات الأخيرة.

أرباح الشركات والناتج القومي الإجمالي:

من ضمن المؤشرات المســتخدمة لتقييم ســوق تداول الأسهم، النسبة بين إجمالي أرباح الشركات وإجمالي الناتج المحلي؛ حيث ساهم الارتفاع في هذه النسبة خلال السنوات الأخيرة في تحذير بعض المحللين في سوق الأسهم، ممن يساورهم القلق بشأن تأثر الإيرادات وأسعار الأســهم بشكل سلبي، إذا انخفضت النســبة بين الأرباح والدخل القومي لتصل إلى متوسط قيمتها على المدى البعيد.

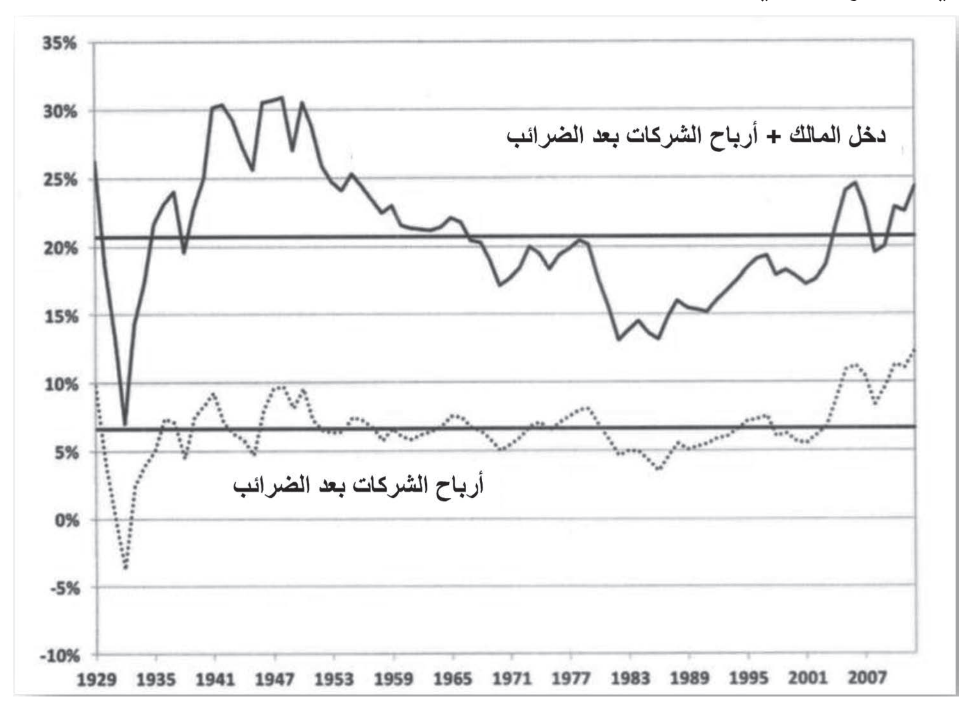
ولكن الدراســة الدقيقة للبيانات نجحت في التخلص من تلك المخاوف، ويوضح الشكل (١١-٥) النسبة بين أرباح الشركات بعد تسديد الضرائب، وبين الأرباح بعد تسديد الضرائب مضافــاً إليهــا دخل المالك منذ عام ١٩٢٩م. ودخل المالك هو عبارة عن الأرباح الناتجة عن الأعمال غير المدرجة، مثل: أرباح الشراكات والأفراد.

ويمكننا ملاحظة أنه بالرغم من ارتفاع النسبة بين أرباح الشركات وإجمالي الناتج المحلي، إلا أن النسبة بين أرباح الشركات مضافاً إليها دخل المالك إلى إجمالي الناتج المحلي تبلغ فقط ٢٤,٣٪، أي أقل من متوســط القيمة بحوالي ٤٪. وخلال تلك الفترة أصبح الكثير من شركات الوســاطة وبنوك الاستثمار وغيرها من المؤسســات، شركات مساهمة عامة تنتقل من دخل المالك إلى أرباح الشركات، وقد أدى ذلك إلى زيادة نسبة أرباح الشركات ولكن ليس إجمالي أرباح رأس المال، الشركات التجارية وغير التجارية.

ومن العوامل أيضاً التي تساهم في زيادة نسبة الأرباح، الجزء الكبير من الإيرادات الذي يــأتي من خارج البلاد. في عام ٢٠١١م كان أكثر من ٤٦٪ من مبيعات الشركات المســجلة في مــؤشر S & P 500 هــي للخارج. وعندما يتقلص حجم الاقتصاد الأمريكي بالنســبة لحجم الاقتصاد العالمي، يجب أن ترتفع النســبة بين أرباح الشركات الأمريكية متعددة الجنسيات وإجمالي الناتج المحلي الأمريكي. وهذا سبب آخر يبين أن ارتفاع النسبة بين أرباح الشركات وإجمالي الناتج المحلي الأمريكي أمرٌ غير مثير للخوف.

القيمة الدفتريه، القيمة السوقيه ونسبة توبين (Tobins q[*]):

غالبــاً ما يتم اســتخدام القيمة الدفترية للشركــة باعتبارها مقياســاً للتقييم. والقيمة الدفتريــة عبارة عن قيمة أصول الشركة مطروحاً منها الديون، ويتم تقييمها وفقاً للتكاليف الأصليــة، ولكن اســتخدام إجمالي القيمة الدفتريــة كمقياس للقيمة الكليــة للشركة يعتبر محدوداً جداً؛ وذلك لأن القيمة الدفترية تســتخدم الأسعار الأصلية. وبالتالي، فإنها تتجاهل أثر تغير الأســعار على قيمة الأصول أو الديون. وإذا قامت الشركة بشراء قطعة أرض بسعر ١ مليون دولار وهي الآن تساوي ١٠ مليون دولار، فإن استخدام القيمة الدفترية لن يوضح هــذا الأمر. وبمرور الوقت، تصبح القيمــة الفعلية للأصول أقل مصداقية، ولا تصلح لقياس قيمة السوق الحالية.



الشكل (١١-٥) دخل الملاك والشركات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ١٩٢٩م - ٢٠١٢م

* نســبة توبين هي نســبة القيمة السوقية لأصول الشركة (تقاس القيمة السوقية لأسهم الشركة المتداولة والديون القائمة) مقسوماً على تكلفة استبدال أصول الشركة (القيمة الدفترية).

وللمســاهمة في تصحيح هذا الانحراف، عمد جيمس توبين - أســتاذ سابق بجامعة يال وحاصل على جائزة نوبل - إلى تعديل القيمة الدفترية كي تناســب التضخم، وقام بحســاب «تكلفة الاســتبدال» للأصول والديون في الميزانيات العموميــة للشركات الأمريكية[١٥]، حيث اقترح ضرورة أن يكون «التوازن» أو «تعديل» ســعر الســوق للشركة، مساوياً لقيمة أصول هذه الشركة مطروحاً منها الديون، بعد الأخذ في الاعتبار نســبة التضخم. وإذا كان إجمالي القيمة السوقيه للشركة يتجاوز تكلفة رأس المال، فسوف يكون من المربح زيادة رأس المال، وكذلك بيع الأســهم لتمويــل الشركة وجمع الأرباح. إذا انخفضت قيمة الســوق لأقل من القيمة البديلة، فســيكون من الأفضل تفكيك الشركة وبيع أملاكها الرأســمالية، أو التوقف عن الاستثمار وخفض الإنتاج.

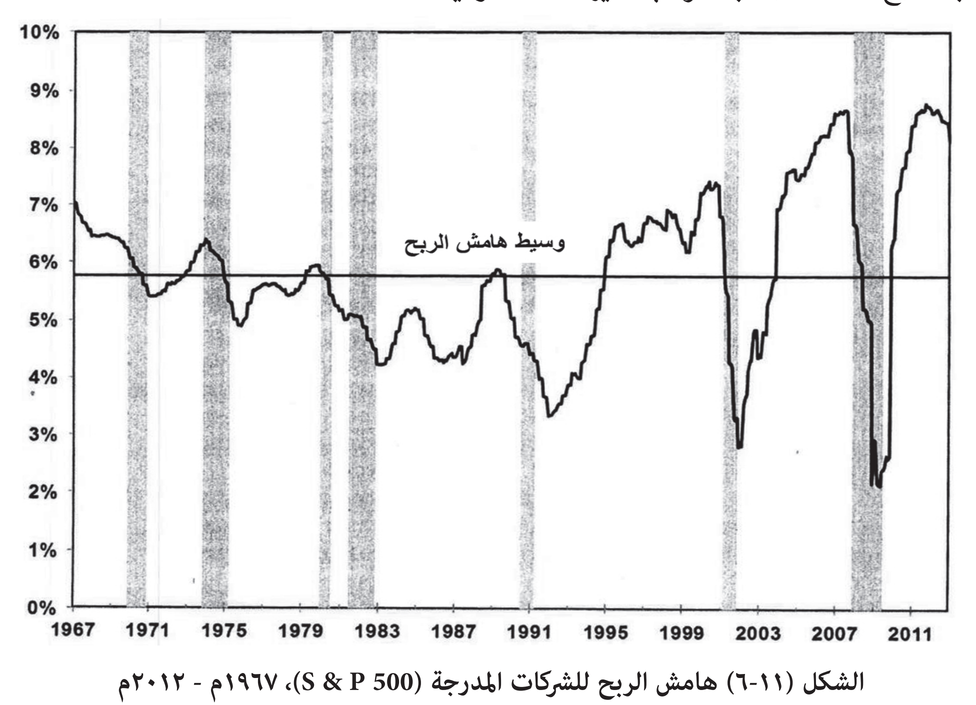
توبين وضع الرمز (Q) لنســبة القيمة الســوقية إلى القيمة البديلة، وأشار إلى أن النسبة يجب أن تكون منســجمة إذا ما تم تقييم ســوق الأســهم بشــكل صحيح. في عام ٢٠٠٠م نشر أندرو سمثرز (Andrew Smithers) وستيفن رايت (Stephen Wright) من المملكة المتحدة كتاباً بعنوان «تقييم وول ستريت»[١٦]، والذين أكدوا على أن مقياس توبين هو أفضل مقياس للقيمة، وأن الأسواق الأمريكية والبريطانية والكثير من الأسواق الأوروبية قي الواقع مُبالــغٌ جداً في تقييمها بنــاءً على هذا المعيار، وهذا التوقع أيضاً صدر من المراقبين لنســبة السعر/ العائد (P/E).

لكن كان هناك منتقدون لنظرية (Q). المعدات الرأســمالية والمباني لا يوجد لها ســوق ثانوية. وبالتالي، لا يوجد طريقة واقعية لتقييم غالبية الأصول الرأســمالية بمعزل عن قيمة ســوق الأســهم. في يوليو ٢٠١٣م عدلت الولايات المتحدة حسابات الدخل القومي، لتشمل البحــوث والتطوير وعدداً من اســتثمارات المعرفة (مثل: الترفيــة، الأعمال الأدبية، والقطع الفنيــة الأصلية) ضمن فئة الاســتثمارات. هذه التغيرات أضافــت ٢ ترليون دولار للأصول الرأســمالية، وبالتأكيد حسنت من فائدة نظرية (Q). ومع ذلك، فإن القيمة الدفترية بناءً على الماضي: القيمة الســوقية مســتمدة مــن الإيرادات المتوقعة وتنظر للمســتقبل. هذه الإيرادات المتوقعة تضع أساســاً لتقييم الأســهم، وبدقة أكبر من التكاليف التاريخية عندما قامت الشركات بشراء الأصول.

هوامش الربح:

نسبة أخرى أثارت المخاوف في السنوات الأخيرة هي مستوى هوامش الربح، وهي نسبة أرباح الشركات إلى الإيرادات. الشــكل (١١-٦) يوضح هوامــش الربح للشركات المدرجة في (S & P 500) منذ عام ١٩٦٧م. ونرى من الشكل أن هوامش الربح ارتفعت مؤخراً إلى أعلى المســتويات خلال ٤٥ سنة، والكثير قالوا: إن هذه النسب «غير مستدامة»، وأنه عند تراجع هذه النسب، فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض حاد في أرباح الشركات وبالتالي أسعار الأسهم.

ولكن هناك عدة أســباب تفسر ارتفاع هوامش أرباح الــشركات وليس من المحتمل أن تشهد تراجعاً[١٧]. أولاً، انخفاض نسبة الإقراض للشركات الأمريكية، مما يخفض تكاليف الفائدة ويعزز الهوامش الربحية. ثانياً، حوالي ثلث الارتفاع في هوامش الربح منذ التسعينيات، كان نتيجة لارتفاع نصيب الأرباح الناجمة عن المبيعات للدول الأجنبية. الهوامش على المبيعات الأجنبيــة أعلى من المبيعــات المحلية؛ لأن معدل الضرائب على أربــاح كل الشركات تقريباً بالخارج أقل، مقارنةً بالضرائب عليها داخل الولايات المتحدة.



الشكل (١١-٦) هامش الربح للشركات المدرجة (S & P 500)، ١٩٦٧م - ٢٠١٢م

أخيراً، غالبية الارتفاع في هوامش الربح كانت نتيجة للزيادة في حجم قطاع التكنولوجيا، والتـي كانت تاريخياً تحقق هوامش عالية. وذلك يرجع الى حجم رأس المال الفكري الكبير في شركات التكنولوجيا، وحجم المبيعات الأجنبية المرتفع أيضاً.

هذه الهوامـش المرتفعة للشركات المدرجة في (S & P 500) ليس من المحتمل هبوطها الحاد. المبيعات الأجنبية ستسـتمر في المسـاهمة لزيادة نصيب هذه الشركات من الأرباح. ويمكـن أن تنخفض هوامش أرباح الشركات عندما تزيد نسـبة الاقـتراض. لكن إذا ما كان سـعر الفائدة أقل بكثير من عوائد الدخل، فإن الاقتراض سيرفع بشكل كبير العوائد من كل سهم. في الحقيقة، هوامش الربح قد ترتفع أكثر إذا خفضت الولايات المتحدة معدل ضريبة الشركات، وهو إجراء يَلقى الكثير من الدعم بين الحزبيين الرئيسيين في الولايات المتحدة.

العوامل التي قد ترفع من معدل التقييمات المستقبلية:

لقد سبق وأن أشرنا إلى أن العائد الحقيقي على الأسهم تاريخياً كان يتراوح بين ٦٪ و٧٪ في السـنة خلال فـترات طويلة، وذلك تزامنـاً مع معدل P/E تقريبـاً ١٥. لكن كان هناك تغـيرات في الوضع الاقتصادي وفي الأسـواق المالية، والتي قد تـؤدي إلى رفع قيمة P/E في المسـتقبل. ومن الأمثلة على هذه التغيرات: انخفاض تكلفة الاسـتثمار في مؤشرات الأسهم، وانخفاض نسبة الخصم ،وزيادة المعرفة بشأن مزايا الأسهم مقابل استثمار الأصول الثابتة.

انخفاض تكاليف المعاملات:

لقد أثبت الفصل الخامس أن العائد الفعلي للأسـهم عند قياسـه بمؤشرات الأسهم، كان يتراوح بين ٦٪ و٧٪ بعد التضخم خلال القرنين الماضيين، ولكن في القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين كان من الصعب جداً - إن لم يكن من المستحيل - بالنسبة لأي مستثمر أن يقوم بمضاعفة عوائد الأسهم بسبب تكاليف المعاملات.

وقد تمكن تشارلز جون Charles Jones من جامعة كولومبيا Columbia University بإثبات الانخفاض في تكاليف تداول الأسـهم خلال القرن الماضي[١٨]، وهذه التكاليف تشـمل كلاً من الرسـوم المدفوعة للوسـطاء ومسـألة العـرض والطلب، أو الفرق بين سـعر البيع والشراء للأسهم. ويوضح التحليل الذي أجراه أن متوسط تكاليف البيع أو الشراء لأي سهم،

قد انخفضت من ١٪ أو أكثر من قيمة التداول عام ١٩٧٥م (قبل رفع القيود عن رسوم الوساطة) إلى أقل من ٠,١٨٪ عام ٢٠٠٢م، بل وأصبحت اليوم أقل من ذلك.

ويشير انخفاض تكاليف المعاملات إلى أن سعر الحصول على حافظة متنوعة من الأسهم العادية والاحتفاظ بها - والذي يعد أمراً ضرورياً لزيادة عوائد الأسهم - قد يكلف المستثمرين من ١٪ إلى ٢٪ سنوياً خلال القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين. وبسبب هذه التكاليف كان المستثمرون في السنوات الماضية قليلاً ما يلجأون إلى التنوع، ويفترضون وجود مخاطر أكثر مما تشير إليه مؤشرات الأسهم. وإذا حاول المستثمرون بدلاً من ذلك شراء جميع الأسهم لمضاعفة المؤشرات الشائعة، فمن الممكن أن تقل عوائدها الفعلية لتصل إلى ٥٪ سنوياً بعد خصم تكاليف المعاملات. وإذا كان العائد الفعلي للأسهم اللازم للمستثمرين هو ٥٪ فقط، فإن مقياس P/E الذي يبلغ ٢٠ - وفقاً لحصيلة الأرباح التي تساوي ٥٪، سوف ينتج هذا العائد للمستثمرين في الوقت الحالي[١٩].

انخفاض العوائد الحقيقية للأصول ذات الدخل الثابت:

لقد لاحظنا أن العوائد الفعلية للأصول ذات الدخل الثابت قد تراجعت بشكل كبير خلال العقد الماضي. عندما تم طرح سندات الخزانة المقاومة للتضخم التي مدتها عشر سنوات في يناير ١٩٩٧م، كاد العائد الفعلي لها أن يصبح ٣,٥٪، وقد ارتفعت أرباحها أكثر من ٤٪ في العام المقبل. ولكن منذ ذلك الوقت، كان هناك انخفاض مستمر في العائد الفعلي لتلك السندات، حيث أصبح بالقيمة السالبة في عام ٢٠١١م وبلغ -١٪ تقريباً بحلول نهاية عام ٢٠١٢، كما أن العائد الفعلي لسندات الخزانة المعيارية أيضاً قد انخفض تحت الصفر.

وهناك العديد من الأسباب التي أدت إلى انخفاض العوائد الفعلية المتاحة للمستثمرين: النمو الاقتصادي البطيء، تقدم الأفراد في العمر، ورغبة صناديق التقاعد في شراء السندات لتلبية احتياجات المتقاعدين. مهما كانت الأسباب، فإن هذا الانخفاض يشير إلى أن العائد الفعلي للأسهم يجب أن يرتفع كما كان في السابق؛ وذلك لتشجيع المستثمرين على الشراء. كما لاحظنا أن العلاوة الأصلية (علاوة إصدار الأسهم) الخاصة بحيازة الأسهم بدلاً من السندات، قد أصبحت ٣ - ٣,٥٪ تقريباً. وإذا افترضنا أن العائد الفعلي طويل الأجل يستقر عند ٢٪ - أي أقل من متوسط قيمته بنسبة ١ - ١,٥٪ - فإن علاوة الإصدار بنسبة ٣٪ سوف تتطلب عائداً فعلياً للأسهم بنسبة ٥٪ والتي تزيد - كما ذكرنا - عن ٢٠ ضعف نسبة P/E.

علاوة مخاطر الأسهم:

قد يكـون انخفاض تكاليف المعاملات وانخفاض معدل الخصم من أسـباب ارتفاع قيمة مقياس P/E، ولكن هناك سبب آخر وهو أن علاوة مخاطر الأسهم نفسها قد تتقلص. في عام ١٩٨٥م، قـام عالما الاقتصاد راجنيش ميهرا Mehra وإدوارد بريسـكوت Edward Prescott بنشر دراسـة بعنوان «علاوة إصدار الأسهم: لغز من الألغاز»[٢٠]، حيث أوضحا من خلال هذه الدراسـة أنه بالرغم من وجود نماذج المخاطرة والعوائد التي قـام علماء الاقتصاد بتطويرها على مر السنين، إلا أنه يصعب تفسير الفجوة الكبيرة بين عوائد الأسهم والأصول ذات الدخل الثابت في البيانات الفعلية، كما أكدا أن النماذج الاقتصادية تشير إما إلى انخفاض معدل عوائد الأسـهم، أو إلى ارتفاع معدل عوائد الأصول ذات الدخل الثابت أو كلاهما. وفي حقيقة الأمر - وفقاً للدراسات التي أجرياها - يمكن تفسير انخفاض علاوة إصدار الأسهم إلى ١٪ أو أقل[٢١].

وهناك الكثير من الأبحاث التي حاولت تفسـير وصول علاوة المخاطر إلى ٣٪ - ٣,٥٪، كما أوضحت البيانات الفعلية في سياق نماذج الاقتصاد الكلي، حيث يعتمد بعضها على نفور بعض الأفراد بشكل كبير، والبعض الآخر يعتمد على قصر نظر أولئك الذين يخشون تحمل الخسائر في استثماراتهم على المدى القريب، حتى إذا كانوا سوف يحققون مكاسب حقيقية على المدى البعيد. وربما يكمن جزء من تفسـير حجم علاوة إصدار الأسهم في تجاهل حجم المستثمرين للأسـهم الناجحة[٢٢]. فإذا تم دراسة علاوة إصدار الأسهم بعناية، بالتأكيد سوف يرتفع معدل الطلب على الأسـهم وسـوف تزداد قيمة مقياس P/E أكثر من المعدلات السـابقة، وهذا هو بالضبط التفسير الذي قدمه الأستاذ تشيلسي بوسلاند Chelcie Bosland من جامعة براون brown University منذ أكثر من ٧٥ عاماً، حيث صرح عام ١٩٣٧م أن من عواقب انتشـار المعرفة بعوائد الأسهم المرتفعة، الناتجة عن مساهمات إدجار لورانس سميث، ظهور السوق الصاعدة في العشرينيات وتقليص حجم علاوة إصدار الأسهم، وذلك بقوله:

> «بالرغم من أن الأمر يبدو غير منطقي، إلا أن هناك حقيقة ملموسة تفيد بأن انتشار المعرفة بأرباح الأسهم العادية - والتي تم اكتسابها من الدراسات التي تم نشرها - يكاد يقضي على احتمالية تحقيق أرباح ضخمة من الأسـهم في المسـتقبل، حيث يؤدي ارتفـاع الطلب على الأسـهم نتيجة هذه المعرفة

إلى ارتفـاع الأسـعار في وقـت الشراء، مع وجـود احتمال ضئيـل في تحقيق مكاسـب وعوائد مرتفعة، كما أن عملية الخصم قـد تعوق إمكانية تحقيق مكاسب كبيرة من اسـتثمار الأسهم العادية، وقد تتساوى قيمة العوائد التي يحصل عليها كل من أصحاب الأسهم والمستثمرين في السندات الأخرى»[٢٣].

النتيجة:

يعتـبر التقييم الصحيح لسـوق الأسـهم أمراً ضرورياً من أجل دراسـة عوائد الأسـهم المسـتقبلية. وبالرغـم من أن أولئـك الذين ينتظرون طويلاً بما يكفي سـوف يعوضون في النهاية الخسارة في حافظة الأسهم المتنوعة، إلا أن شراء الأسهم بقيمتها الفعلية أو أقل هي أفضـل طريقة لضمان الحصول على عوائد كبيرة. ومع ذلك، هناك أسـباب منطقية تفسر سـبب ارتفاع قيمة السوق في المستقبل عن المتوسط المعتاد، حيث إن هذا سوف يؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم طويلة الأجل وارتفاع العوائد أثناء الانتقال إلى القيمة الأعلى. وسواء حدث هذا الانتقال أم لا، سـتظل الأسـهم هي أفضل أنواع الأصول بالنسبة لمن يستثمرون أموالهم على المدى البعيد.

الهوامش:

1. Graham and Dodd, “The Theory of Common-Stock Investment,” Security Analysis, New York: McGraw-Hill, 1940, 2nd ed., p. 343.
2. Business Week, August 9,1958, p. 81.
3. “In the Markets,” Business Week, September 13, 1958, p. 91.
4. Molodovsky, “The Many Aspects of Yields,” Financial Analysts journal, vol. 18, no. 2 (March-April 1962), pp. 49--62.
5. See, Siegel, Jeremy J., “The S&P Gets Its Earnings Wrong,” The Wall Street Journal,” February 25, 2009, p. A13.
6. If all earnings were paid as dividends, the dividend yield would equal the earnings yield. The earnings yield may differ from the commonly cited ROE, or return on equity, which usually measures the ratio of profits to the book value of equity rather than its market value.
7. In 2013 Robert Shiller was awarded the Nobel Prize in Economics in part because of his work on stock market volatility and behavioral finance.
8. J. Y. Campbell and R. J. Shiller, “Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook,” jounzal of Portfolio Management, Winter 1998, pp. 11-26. Their earlier paper was Campbell and Shiller, “Stock Prices, Earnings and Expected Dividends,” jounzal of Finance, vol. 43, no. 3 (July 1988), pp. 661-676. Robert Shiller posted a paper, “Price Earnings Ratios as Forecasters of Returns: The Stock Market Outlook in 1996,” on his website on July 21, 1996, which served as the basis for his presentation to the Federal Reserve.
9. The CAPE model is able to explain just under one-third of the variation in future 10-year real stock returns, a high value for stock forecasting equations. 392.
10. In Figure 11-3, the lO-year forward real stock returns are set at 6.54 percent (the longrun average) from January 2013 onward. The Shiller CAPE model predicts a 10-year average real return of 4.16 percent from 2013 to 2023.If that prediction is substituted for the next 10 years, the forecast and actual returns would converge at the end of 2012.
11. In that July 1996 paper, Shiller forecast that the real S & P500 would decline by 38.07 percent over the next 10 years. Although the S&P500 appreciated by 41 percent after inflation over that period and real stock returns were 5.6 percent, the CAPE ratios warnings became more accurate as the bull market progressed. In fact from March 1999, the real S&P 500 Index fell by more than 50 percent, vindicating Shiller’s bearishness.

12. Other sources include an increase in the trend rate of growth of earnings and the "aggregation bias" that results because a few firms account for much of the losses in a recession. See Jeremy J. Siegel, "The CAPE Ratio: A New Look," working paper, May 2013.
13. NIPA profits have been deflated by the identical divisor used from S&P 500 earnings during the period 1967-2012 and extended back to 1928.
14. Joel Lander, Athanasios Orphanides, and Martha Douvogiannis, "Earnings Forecasts and the Predictability of Stock Returns: Evidence from Trading the S&P," Federal Reserve, January 1997. Reprinted in the Journal of Portfolio Management, vol. 23 (Summer 1997), pp. 24-35. It refers to an earlier version that was presented in October 1996.
15. James Tobin, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 1 (February 1969), pp. 15-29.
16. Andrew Smithers and Stephen Wright, Valuing Wall Street: Protecting Wealth in Turbulent Markets, New York: McGraw-Hill, 2000.
17. Much of this material has come from exhaustive studies by David Bianco of Deutsche Bank on the S&P 500 margin. See Bianco, "S&P 500 Margins: Facts and Fiction," DBMarkets Research, May 17, 2013, and Bianco, Monthly US Strategy Update, January 24, 2013, p. 26.
18. Charles M. Jones, "A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs," working paper, May 23, 2002.
19. John B. Carlson and Eduard A. Pelz, "Investor Expectations and Fundamentals: Disappointment Ahead?," Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary, May 1, 2000.
20. Rajnish Mehra and Edward C. Prescott, "The Equity Premium: A Puzzle," Journal of Monetary Economics, vol. 15 (March 1985), pp. 145-162.
21. Mehra and Prescott used the Cowles Foundation data going back to 1872. In their research, they did not even mention the mean reversion characteristics of stock returns that would have shrunk the equity premium even more.
22. See Jeremy Siegel, "Perspectives on the Equity Risk Premium," Financial Analysts Journal, vol. 61, no. 1 (November/December 2005), pp. 61-73. Reprinted in Rodney N. Sullivan, ed., Bold Thinking on Investment Management, The FAJ 60th Anniversary Anthology, Charlottesville, VA: CFA Institute, 2005, pp. 202-217.
23. Chelcie C. Bosland, The Common Stock Theory of Investment, New York: Ronald Press, 1937, p. 132.



الفصل الثاني عشر
التفوق في السوق

أهمية الحجم وتوزيعات الأرباح والنسبة بين السعر/ الإيرادات:

«ليس من المفترض بتحليل السندات المالية أن توضع قواعد عامة تتعلق بالقيمة الصحيحة لأي سهم، ولا يمكن تحديد أسعار الأسهم العادية بدقة من خلال الحسابات، بل إنها نتاج مجموعة من ردود أفعال البشر».

بنجامين جراهام وديفيد دود، ١٩٤٠م[١].

الأسهم التي تتفوق في السوق:

ما هي المعايير التي يمكن للمستثمرين الاستعانة بها من أجل اختيار الأسهم ذات العوائد الكبيرة، والتي سوف تتجاوز معدلاتها في السوق؟ من المؤكد أن المستثمرين ينجذبون إلى الشركات القادرة على تحقيق معدلات مرتفعة في الإيرادات والدخل، ولكن البيانات التجريبية توضح أن ملاحقة المكسب غالباً ما تؤدي إلى انخفاض العوائد. ولإثبات أن المكسب لا يعني بالضرورة الحصول على عوائد مرتفعة، تخيل للحظات أنك مستثمر في عام ١٩٥٠م، أي في بداية عصر استخدام الحاسوب، وأن لديك ١٠٠٠ دولار كي تستثمرهم وأمامك الفرصة كي تختار بين نوعين من الأسهم: شركة النفط القياسية بنيو جيرسي (وتعرف الآن باسم: إكسون موبيل)، أو شركة جديدة أصغر بكثير يطلق عليها اسم: IBM، وسوف تطالب الشركة التي تختارها بإعادة استثمار جميع الأرباح مرة أخرى في أسهم جديدة، وسوف تحتفظ بأموالك لمدة ٦٢ سنة، حتى يتم توزيعها في نهاية عام ٢٠١٢ على أبناء أحفادك أو على المؤسسة الخيرية المفضلة عندك.

أي الشركات سوف تختار؟ وما السبب؟

لنفترض أن هناك «جَنياً». قدم لك الجدول (١٢-١) لكي يساعدك في اتخاذ القرار، حيث يعرض هذا الجدول بيانات النمو الفعلي لهاتين الشركتين على مدار ٦٢ عاماً.

ويوضـح الجدول (١٢-١) أن شركة IBM قد تفوقت على شركة النفط القياسـية بفارق كبـير، وفقـاً لجميع مقاييس النمو التي تسـتخدمها البورصة في اختيار الأسـهم: المبيعات، الإيرادات، الأرباح وتوسع القطاع، حيث إن إيرادات شركة IBM للسهم الوحد - وهو أفضل المعايير لدى البورصة في اختيار الأسـهم - كانت أعلى من إيرادات شركة النفط بنسـبة ٣٪ سـنوياً خلال العقود السـتة التالية. ومع تقدم تكنولوجيا المعلومات حيث ازدادت أهمية التكنولوجيا في اقتصادنا، نجد أن قطاع التكنولوجيا ارتفعت قيمته لتصل إلى ٢٠٪ تقريباً من قيمة السوق بعد أن كان يمثل ٣٪ فقط.

وعـلى العكس من ذلك، نلاحظ أن أسـهم شركة النفط قد تراجعت قيمتها في السـوق بشـكل ملحوظ خلال تلك الفترة، حيث كانت أسـهم شركات النفط تشكل حوالي ٢٠٪ من قيمة جميع الأسهم الأمريكية في السوق عام ١٩٥٠م، ولكنها هبطت إلى نصف تلك القيمة تقريباً عام ٢٠١٢م.

الجدول (١٢-١) النمو والتقييم والعائدات على أسهم شركة IBM وشركة النفط القياسية NJ، ١٩٥٠م - ٢٠١٢م

جدول (أ) مقياس النمو	شركة IBM	شركة النفط	الأفضلية
العائد لكل سهم	٪١٠,٠٣	٪٨,٣١	IBM أي بي إم
ربح السهم الواحد	٪١٠,٧٣	٪٦,٣٢	IBM أي بي إم
ربحية السهم	٪١١,١٤	٪٧,٩٠	IBM أي بي إم
نمو القطاع*	٪١٦,١٠٪	٪٩,١١-	IBM أي بي إم
جدول (ب) مقياس التقييم	**شركة IBM**	**شركة النفط القياسية**	**الأفضلية**
العائد على السهم	٪٨,٩٥	٪٧,٥٨	IBM أي بي إم
ربح السهم الواحد	٪٢,١٧	٪٤,٧٢	ستاندرد أويل أوف نيوجرسي
العائد الإجمالي	٪١١,٣٢	٪١٢,٦٦	ستاندرد أويل أوف نيوجرسي
جدول (جـ) مقياس العائد	**شركة IBM**	**شركة النفط القياسية**	**الأفضلية**
متوسط السعر/ معدل العائد	٢٥,٠٦	١٤,٠٨	ستاندرد أويل أوف نيوجرسي
متوسط عائد الأرباح	٪٢,١٧	٪٤,٢١	ستاندرد أويل أوف نيوجرسي
مقياس العائد في سنة ١٩٥٧ - ٢٠١٢			

* التغيير في حصة السوق لقطاعي التقنية وبطاقة ١٩٥٧م - ٢٠١٢م.

وفي ضـوء معايير النمو المسـتخدمة، ينبغي أن تكون أسـهم شركـة IBM هي الضربة القاضية لكي تفوز برضا المسـتثمرين، ولكن شركة النفط ثبت أنها أفضل الأسهم التي يمكن شراؤها. وبالرغم من الأداء الجيد لأسـهم كلتا الشركتين، إلا أن أصحاب أسـهم شركة النفط نجحـوا في تحقيق أرباح أعلى من أصحاب أسـهم شركة IBM بنسـبة ١٪ سـنوياً، كما هو موضح في الجدول (١٢-١ب). وعندما يتم فتح خزانتك بعد مرور ٦٢ عاماً، سوف يتبين أن مبلغ ١٠٠٠ دولار الذي استثمرته في شركة النفط أصبح ١,٦٢٠,٠٠٠ دولار، وهذا المبلغ أكثر من ضعفي ما يمكن تحقيقه في حالة الاستثمار في شركة IBM.

لمـاذا تتفوق شركة النفط على IBM بالرغم من أنها كانت أقل قيمة بكثير وفقاً لجميع معايير النمو؟ هناك سـببٌ واحد بسـيط: التقييم؛ السـعر الذي تدفعـه مقابل الإيرادات والأرباح التي تحصل عليها، حيث إن السـعر الذي دفعه المسـتثمرون مقابل أسـهم شركة IBM كان مرتفعاً جداً. وبالرغم من أن شركة IBM للحاسوب قد تفوقت على شركة النفط في النمـو، إلا أن شركـة النفط تغلبت على شركة IBM للحاسـوب في التقييم، والتقييم هو الذي يحدد العوائد التي يحصل عليها المستثمر.

يتبـين لنا من الجدول (١٢-١ج) أن متوسـط قيمة مقياس P/E لشركة النفط يسـاوي نصف قيمته تقريباً لشركة IBM، ومتوسط أرباح شركة النفط أعلى من متوسط أرباح شركة IBM بنسبة ٢٪.

تعتبر الأرباح من العوامل الهامة المؤثرة على العوائد التي يحصل عليها المستثمر. ونظراً لانخفاض سـعر أسهم شركة النفط وارتفاع قيمة أرباحها عن شركة IBM بنسبة كبيرة، نجد أن أولئك الذين اشتروا أسهم شركة النفط وأعادوا استثمار الأرباح، حصلوا على ضعف عدد الأسـهم الـذي بدأوا به بمقدار ١٢,٧ مـرة، في حين حصل المسـتثمرون في شركة IBM على ضعف حصتهم الأصلية بمقدار ٣,٣ مرة فقط. وبالرغم من أن سعر أسهم شركة النفط كان أقل من سـعر أسهم شركة IBM بنسـبة ٢٪، إلا أن ارتفاع الأرباح التي قدمتها شركة النفط ساهمت في جذب المستثمرين إليها.

ما هي العوامل التي تحدد عوائد الأسهم؟

مـا هو رأي النظرية المالية في أهمية نمو الإيرادات بالنسـبة لتحديد قيمة العوائد التي يحصل عليها المستثمر؟ لقد أوضحت النظرية المالية أن أسواق المال إذا كانت كفؤة، بمعنى أنهـا تضع معايير التقييـم المعروفة، مثل: الإيـرادات والأرباح والسـيولة النقدية والقيمة الدفتريـة، وغيرهـا من العوامـل في عين الاعتبار عند تحديد سـعر السـندات المالية، فإن الاسـتثمار بناءً على تلك الأساسـيات لن يساهم في زيادة العوائد. ففي الأسواق التي تتميز بالكفاءة، نجد أن الطريقة الوحيدة التي يمكن من خلالها أن يحصل المستثمرون على عوائد مرتفعة بشكل مسـتمر، هي المجازفة ومواجهة المخاطر، والمجازفة يقصد بها: ارتباط عائد أحد الأصول بإجمالي قيمة السـوق وتعرف بـ«بيتا»[٢]، وذلك هي النتيجة الأساسـية لنموذج تحديد سعر الأصول الذي قام كل من ويليام شارب وجون لينتر بتطويره في الستينيات[٣].

ويتمكن تقدير قيمة بيتا من خلال البيانات الفعلية، وهي تعبر عن نسبة الخطر الخاصة بعوائد أحد الأصول، والتي لا يمكن التخلص منها في المحفظة الاسـتثمارية والمتنوعة بشكل جيـد. وبالتالي، فهي تعتبر مـن المخاطر التي يجب تعويض المسـتثمرين عنها. إذا كانت قيمة بيتا أعلى من ١، فإن الأسـهم تسـتلزم تحقيق عائد أعلى مما يقدمه سـوق الأسـهم بالكامـل. وإذا كانـت قيمة بيتا أقل من ١، فمن المتوقع تحقيق عائد أقل. أما فيما يتعلق بالمخاطر التي لا ترتبط بالسـوق، فمن الممكن التغلب عليهـا عن طريق التنويع (ويطلق عليها: المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنويع أو المخاطر المتبقية)، ولا يمكنها أن تضمن تحقيق عائد مرتفع. وقد أصبحت فرضية كفاءة السوق ونموذج تحديد سعر الأصول، هما الأساس عند تحليل عوائد الأسهم في السبعينيات والثمانينيات.

وللأسـف، عند تحليل مزيد من البيانات لم تظهر بيتا أي كفاءة في تفسير الاختلافات في العوائد بين الأسـهم. وفي الواقع، كانت قيمة بيتا لشركة النفط القياسـية بنيو جيرسي أقل بكثـير من قيمة بيتـا لشركة IBM، بالرغم من أن عوائد شرطة النفط كانت أكبر[٤]. وفي عام ١٩٩٢ كتـب كل مـن يوجين فاما Eugene Fama وكين فرينـش Ken French مقالاً - تم نشره في صحيفة التمويل - يوضح أن هناك عاملين أساسيين: الأول يتعلق برأس مال الشركة في السوق، والآخر بقيمة الأسهم، وهذا هو الأكثر أهمية عند تحديد عوائد الأسهم من قيمة بيتا للسهم الواحد[٥].

وبعــد التعمــق في تحليل العوائد أكدا أن الدليل ضد نموذج تحديد أســعار الأصول هو «الإجبار»، وأن «متوســط شــذوذ العوائد عن القاعدة يعتبر واضحاً بما يكفي؛ لاستنتاج أن هذا النموذج لا يعتبر مفيداً في تقييم عوائد الأســهم»، وقد نصحا الباحثِين بدراســة نماذج أخرى لتحديد سعر الأصول أو القصص غير المعقولة حول تحديد أسعار الأصول[٦].

وقد دفعت نتائج فامــا Fama وفرينش French علماء الاقتصاد المالي إلى تصنيف عالم الأسهم من حيث بُعدين: الحجم الذي يتم قياسه بواسطة قيمة الأسهم في السوق، والتقييم أو النسبة بين السعر والعوامل الأساسية، مثل: الإيرادات والأرباح. ولكن التأكيد على مسألة التقييم لمعرفة حجم الاســتثمار لم ينشــأ على يد فاما Fama وفرينــش French، حيث إن التقييم يشــكل حجر الأساس في المبادئ التي أرســاها كل من بنجامين جراهام Benjamin Graham وديفيد دود، منذ أكثر من ٧٠ عاماً في دراستهما الكلاسيكية عن الاستثمار «تحليل السندات المالية»[٧].

أسهم الشركات الصغيرة والكبيرة*:

لقد ظهرت عدة ثغرات في توقعات نموذج تحديد ســعر الأصول لعوائد الأســهم، وذلك قبــل البحث الذي أجــراه فاما Fama وفرينــش French. وفي عــام ١٩٨١م، عمد رولف بانز Rolf Banz - أحد طلاب الدراســات العليا بجامعة شيكاغو Chicago University - إلى بحث عوائد الأســهم بمساعدة قاعدة البيانات التي أنشــأها مؤخراً مركز أبحاث أسعار الســندات المالية الموجود بالجامعة، وقد وجد أن أســهم الشركات الصغيرة تتفوق بشــكل منهجي على أسهم الشركات الكبيرة، حتى بعد تعديلها لمواجهة المخاطر وفقاً لما ورد في إطار نموذج تحديد سعر الأصول[٨].

ولتحليل هــذا الرأي، تم إعداد الجدول (١٢-٢) الذي يعــرض العوائد منذ عام ١٩٢٦م وحتى ٢٠١٢م الخاصة بعشر مجموعات، تتكون كل منها من ٤٠٠٠ سهم تم تصنيفها وفقاً لقيمتها في السوق.

* يشــير مصطلح (Large Cap) (أحياناً «للشركات الكبرى») شركة بقيمة ســوقية تبلغ أكثر من ٥ بليون$، وهو مصطلح مختصر «القيمة الســوقية الكبيرة»، ويتم احتساب القيمة السوقية عن طريق ضرب عدد أسهم الشركة المتداولة بسعر السهم الواحد، علماً بأن هذه القيَم تقريبية وتتغير مع الوقت.

يتبين لنا أن العائد السنوي المركب للمجموعة التي تضم أصغر الأسهم يصل إلى ١٧,٠٣٪ سنوياً، وهو أعلى بنسبة ٩,٥٪ مما أشار إليه نموذج تحديد سعر الأصول. أما المجموعة التي تحتل المركز الثاني من حيث صغر حجم الأسهم، فقد وصل العائد فيها إلى ١٢,٧٧٪ وهو أعلى بنسبة ٣,٥٪ من توقعات نموذج تحديد سعر الأصول[٩].

الجدول (١٢-٢) عائدات الأسهم العشرية الأمريكية ١٩٢٦م - ٢٠١٢م

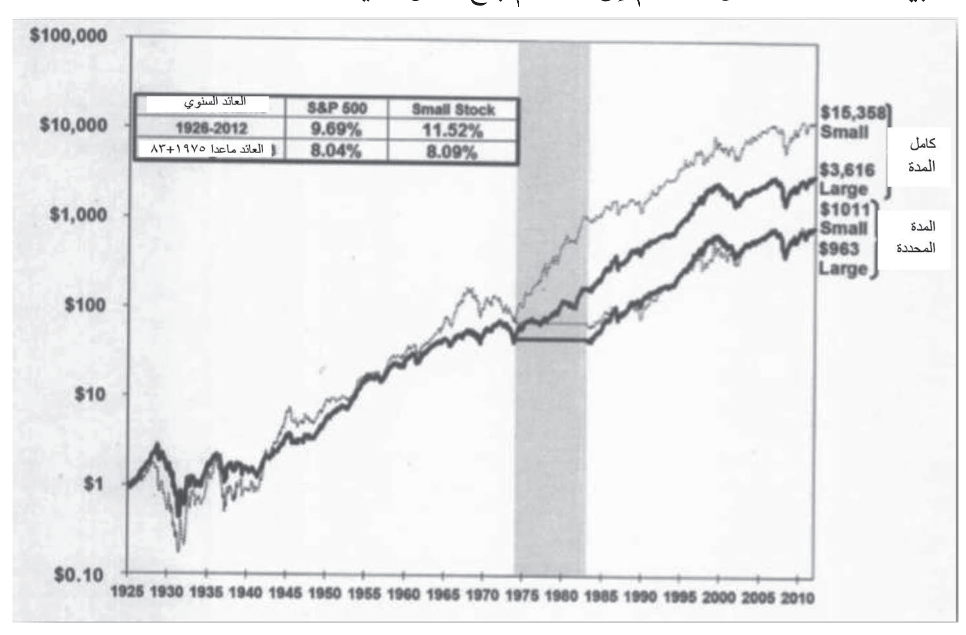
الحجم العشري الأصغر إلى الأكبر	العائد الهندسي	متوسط البيتا مقياس التذبذب (Beta)	العائد الحسابي	العائد الإضافي نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
١	١٧,٠٣٪	١,٣٨	٢٥,٥٦٪	٩,٥٨٪
٢	١٢,٧٧٪	١,٣٥	١٩,١٧٪	٣,٥٦٪
٣	١١,٢٩٪	١,٢٦	١٦,٥٠٪	١,٨٦٪
٤	١١,٣١٪	١,٢٤	١٥,٩٢٪	١,٥٨٪
٥	١٠,٩٧٪	١,٢٢	١٤,٨٩٪	٠,٧٠٪
٦	١٠,٩٧٪	١,٢١	١٤,٨٣٪	٠,٧٤٪
٧	١١,١٦٪	١,١٨	١٤,٣٩٪	٠,٧٦٪
٨	١٠,٢٤٪	١,١٢	١٢,٩٤٪	-٠,٠٩٪
٩	١١,٠٤٪	١,٠٩	١٣,٤١٪	٠,٨٠٪
١٠	٩,٢٨٪	٠,٩٥	١١,٠١٪	-٠,٠٢٪
المجموع للسوق	٩,٦٧٪	١,٠٠	١١,٥٩٪	٠,٠٠٪

توجهات عوائد أسهم الشركات الصغيرة:

بالرغم من أن عوائد الأسهم الصغيرة قد تفوقت على عوائد الأسهم الكبيرة عام ١٩٢٦م، إلا أن حجم تفوق تلك الأسهم الصغيرة قد تضاعف وتضاءل بصورة غير متوقعة خلال الـ ٨٦ عاماً الماضية. ويوضح لنا الشكل (١٢-١) مقارنة بين العوائد التي تم تحقيقها للأسهم الصغيرة وبين عوائد أسهم الشركات الخاصة بمؤشر S & P 500 [١٠].

وقد تمكنت أســهم الــشركات الصغيرة - التي تقدر قيمتها بخُمس قيمة الســوق - من الانتعاش بمهارة بعد هبوطها في فترة الكساد الكبير، ولكن أداءها لم يتطابق مع أداء الأسهم الكبــيرة إلا في الفــترة مــن ١٩٢٦م إلى ١٩٦٠م. حتى في نهاية عــام ١٩٧٤م تجاوزت قيمة متوســط العائد السنوي المركب للأسهم الصغيرة قيمتها بالنسبة للأسهم الكبيرة بفارق ٠,٥٪ ســنوياً فقط، وهذا الفرق ليس كافياً لتعويض معظم المســتثمرين عــن المخاطر الإضافية وتكاليف التداول.

ولكن في الفترة من ١٩٧٥م حتى نهاية ١٩٨٣م ازدهرت أســهم الشركات الصغيرة، حيث بلغ متوســط العائد الســنوي المركب للأســهم الصغيرة خلال تلك الفترة ٣٥,٣٪، وهو أكبر من ضعفي متوســط عائد الأسهم الكبيرة الذي يبلغ ١٥,٧٪. كما تجاوزت العوائد المتراكمة للأســهم الصغيرة خلال هذه الســنوات التســع ١٤٠٠٪. ومع ذلك، يوضح الشكل (١٢-١) أنه في حالة اســتبعاد فترة السنوات التســع، سوف نجد أن إجمالي العوائد المتراكمة للأسهم الكبيرة خلال الفترة من ١٩٢٦م إلى ٢٠٠٦م بلغ نفس القيمة.



الشكل (١٢-١) عائدات الأسهم الكبيرة والصغيرة خلال الفترة من ١٩٢٦م إلى ٢٠١٢م، سواء بدمج أو باستثناء الفترة من ١٩٧٥م إلى ١٩٨٣م

ما هو السبب في الأداء المتميز للأسهم الصغيرة خلال الفترة من ١٩٧٥م وحتى ١٩٨٣م؟ لقد وجد مديرو المؤسسات والمنح الحكومية أنفسهم في أواخر السبعينيات وأوائل الثمانينيات، ينجذبون نحو أسهم الشركات الصغيرة بعد انهيار الأسهم الكبيرة - وهذه الظاهرة تعرف باسم «الخمسون شركة المفضلة» والتي شاع انتشارها في السوق الصاعدة سابقاً، بالإضافة إلى أن إصدار قانون كفالة دخل التقاعد للموظفين الذي اعتمده الكونجرس عام ١٩٧٤م، ساعد كثيراً في تسهيل تنوع الأسهم الصغيرة في صناديق التقاعد، مما يدعم عملية الاحتفاظ بها.

وبعد عام ١٩٨٣م، واجهت الأسهم الصغيرة فترة عصيبة طويلة دامت لمدة ١٧ عاماً، حيث تراجع أداؤها أقل من أداء الأسهم الكبيرة، وخاصة في أواخر التسعينيات عند ازدهار أسهم التكنولوجيا. ولكن بعد تراجع أسهم التكنولوجيا، بدأت الأسهم الصغيرة تستعيد مجدها وأداءها المتميز من جديد. ومنذ مارس ٢٠٠٠م وحتى ٢٠١٢م بلغ العائد السنوي للأسهم الصغيرة ٧,٢٪ - بالرغم من ظهور الأسواق الهابطة بقوة - في حين كان العائد السنوي للأسهم الكبيرة أقل من ذلك بنسبة ١٪ سنوياً، والتي تتمثل في شركات مؤشر S & P 500.

ومهما كانت أسباب صعود أسهم الشركات الصغيرة، فإن مسايرة عوائد الأسهم الصغيرة لا تعني ضرورة تجنب المستثمرين لهذه الشركات، حيث نلاحظ أن أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة تمثل حوالي ٢٠٪ من قيمة الأسهم في السوق الأمريكية. ولكن عندما نحذر من وجود علاوة إصدار للأسهم الصغيرة، لا يعني ذلك بالضرورة أن الأسهم الصغيرة سوف تتفوق على الأسهم الكبيرة كل عام أو حتى كل عشر سنوات.

التقييم: أسهم «القيمة» تقدم عوائد أعلى من أسهم «النمو»*:

البعد الثاني المستخدم في تصنيف الأسهم هو التقييم، ويقصد به: العوامل التي تحدد النسبة بين سعر الأسهم وبين بعض المعايير الأساسية للشركات، مثل: الأرباح والإيرادات

* (Value stocks): الأسهم التي عادة يتم تداولها عند أدنى سعر لها بالنسبة إلى أساسيات التقييم. الأساسيات يمكن أن تكون الأرباح أو المبيعات، وهذا يتسبب في تقييمها بأقل من قيمتها من قِبل المستثمرين.

(growth stocks): هي أسهم الشركات التي من المتوقع أن تنمو عوائدها بمعدل أعلى من متوسط أرباح السوق؛ نظراً لأنها تميل إلى إعادة استثمار أرباحها في مشاريع الشركة، وأنها لا تدفع عادة أرباح الأسهم. ومن المعروف أن قطاع التكنولوجيا يتكون من أسهم النمو في الغالب.

والقيمــة الدفترية والســيولة النقدية. وقد أكد كل من فامــا Fama وفرينش French أن الأسهم التي يكون سعرها منخفض - مثل: أسهم الشركات الصغيرة - بالنسبة لهذه المعايير الأساسية تحقق عائداً أعلى مما يشير إليه نموذج تحديد سعر الأصول.

والأسهم التي يكون سعرها منخفضاً بالنسبة لهذه المعايير الأساسية تعرف بأسهم القيمة، في حين أن تلك الأسهم التي تكون أسعارها مرتفعة بالنسبة للمعايير الأساسية للشركة تعرف بأسهم النمو. وقبل بداية مرحلة الثمانينيات كانت أسهم القيمة تعرف غالباً باسم الأسهم الدورية؛ وذلك لأن الأســهم التي لها قيمة P/E منخفضة غالباً ما تكون ملكاً للشركات التي ترتبط أرباحها ارتباطاً وثيقاً بدورة الأعمال. ومع نمو أساليب الاستثمار أصبح مديرو الأسهم المتخصصون في تلك الأســهم غير مقتنعين باسم الأسهم الدورية، وأصبحوا يفضلون تسميتها بأسهم القيمة.

وعادة ما تتواجد أسهم القيمة لدى بعض الشركات، مثل: شركات إنتاج النفط والسيارات والتمويل والمرافق، التي يكون المســاهمون فيها لديهم القليل من التوقعات بشأن النمو المســتقبلي، أو يؤمنــون بالارتباط الوثيق بــين الأرباح ودورة الأعمال. أما أســهم النمو، فإنها تتواجد عادة لدى بعض الشركات، مثل: شركات التكنولوجيا والمنتجات الاســتهلاكية والرعاية الصحية، حيث يتوقع المســاهمون بها إما نمو الأرباح بسرعة أو مقاومتها لدورة الأعمال.

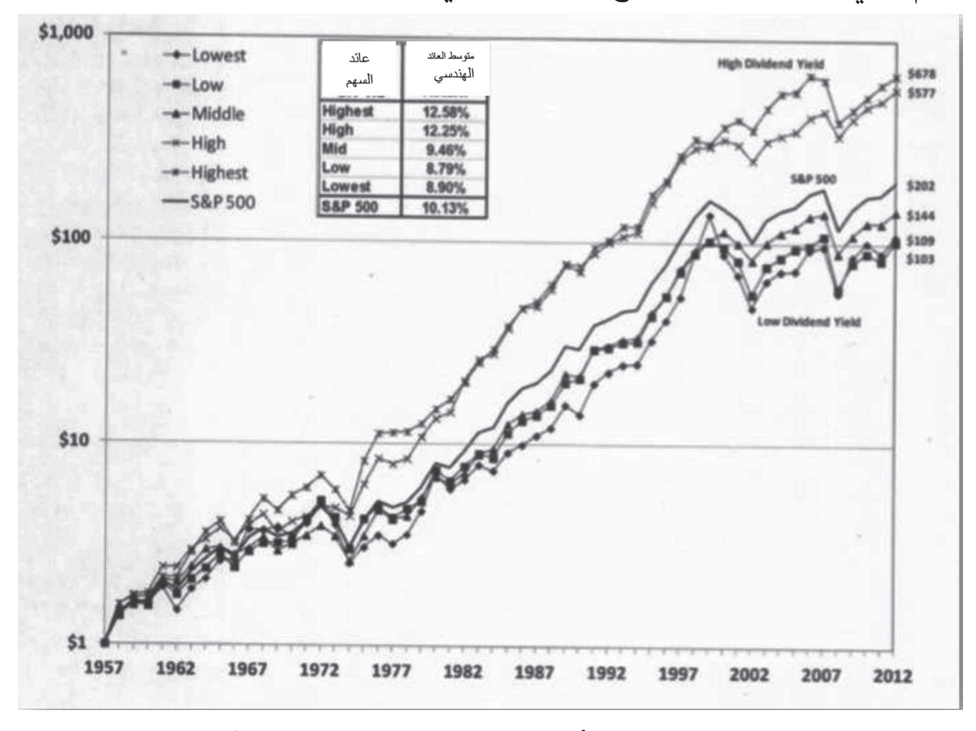
توزيعات الأرباح:

لطالما كانت الأرباح دائماً من المعايير الهامة لاختيار الأســهم، كما أوضح كل من جراهام ودود في عام ١٩٤٠م:

> «ســوف تؤكد التجربة الحكم الذي أصدرته ســوق الأســهم بأن الدولار الخاص بالإيرادات يســاوي المزيد لدى المســاهمين، إذا حصلوا عليه كأرباح أكــثر مــن قيمته في حالة اعتبــاره كفائض، ويحق لأصحاب الأســهم العادية بالطبع المطالبة بإيرادات كافية وأرباح مناسبة»[١١].

وقــد تم دعم رأي جراهام Graham ودود Dodd من خلال الأبحاث التي تم إجراؤها فيــما بعــد. في عام ١٩٧٨م، قــام كل من كريشــنا راماســوامي Krishna Ramaswamy وروبــرت ليتزنبرجر Robert Litzenberger باكتشــاف ارتباط قــوي بين توزيعات الأرباح والعوائد الناتجة[١٢]. كما أوضح جيمس أوشوجنيسي James Oshaughnessy مؤخراً أنه في الفترة من ١٩٥١م وحتى ١٩٩٤م، كان هناك ٥٠ ســهماً من الأسهم الكبرى التي تحقق أعلى أرباح، ارتفعت قيمة عوائدها عن السوق بنسبة ١,٧٪[١٣].

كــما أن التحليــل الأصلي لمــؤشر S & P 500 يدعــم حالة اســتخدام توزيعات الأرباح لتحقيق عوائد أعلى للأسهم. وفي ٣١ ديسمبر من كل عام اعتباراً من ١٩٥٧م وما بعد، قمت بتصنيــف الشركات المســجلة في مؤشر S & P إلى خمس مجموعــات (أو أخماس)، تتراوح ما بين أعلى نســبة أرباح إلى أقل نســبة أرباحهم. قمت بحساب إجمالي العوائد على مدار العام التالي، وسوف نعرض النتائج اللافتة للنظر في الشكل (١٢-٢).



الشكل (١٢-٢) عوائد أسهم S & P مصنفة وفق إيرادات الأرباح

يتبين لنا أن المَحافظ الاستثمارية ذات الأرباح المرتفعة، تقدم للمستثمرين إجمالياً أعلى للعوائد من المحافظ الاستثمارية التي تضم أسهم ذات أرباح منخفضة. فإذا قام أحد المستثمرين بوضع ١٠٠٠ دولار في إحدى شركات مؤشر S & P 500 في نهاية ديسمبر ١٩٥٧م، فسوف يحصد مبلغ قيمته ٢٠١,٧٦٠ دولاراً عند نهاية عام ٢٠١٢م، أي أن العائد السنوي يبلغ ١٠,١٣٪، في حين يؤدي استثمار نفس المبلغ في أعلى ١٠٠ سهم من حيث الأرباح إلى الحصول على مبلغ ٦٧٨,٠٠٠ دولار، أي أن العائد يبلغ ١٢,٥٨٪.

كما أن الأسهم التي تحقق أعلى أرباح لها قيمة بيتا أقل من ١، مما يشير إلى أن هذه الأسهم أكثر استقراراً في دورة السوق كما هو موضح بالجدول (١٢-٣).

أما الأسهم التي تحقق أقل أرباح، فإنها لا تحقق فقط أقل عائد، بل لها قيمة بيتا مرتفعة أيضاً. وقد تجاوز العائد السنوي لأعلى ١٠٠ سهم من حيث الأرباح في مؤشر S & P 500 منذ تأسيس المؤشر عام ١٩٥٧، توقعات نموذج كفاءة السوق بنسبة ٣,٤٢٪ سنوياً، في حين كان عائد أقل ١٠٠ سهم من حيث الأرباح أقل من هذه التوقعات بنسبة ٢,٥٨٪ سنوياً.

إستراتيجيات أخرى لتوزيع الأرباح:

هناك عدة إستراتيجيات أخرى لتوزيع الأرباح الكبيرة والتي أثبتت تميزها في السوق، أشهرها ما يطلق عليها «الإستراتيجية الاستثمارية» أو إستراتيجية «داو ١٠»، وقد تم اقتباسها من الأسهم عالية الأرباح في متوسط مؤشر داو جونز الصناعي.

وقد اعتبر البعض أن إستراتيجية داو ١٠ من أبسط وأنجح الإستراتيجيات الاستثمارية لجميع العصور، حيث صرح جيمس جلاسمان James Glassman من صحيفة واشنطن بوست أن جون سلاتر John Slatter - مستشار وكاتب بمجال الاستثمار في كليفلاند - قام بوضع نظام داو ١٠ في الثمانينيات[١٤]، وتولى هارفي نويلز Harvey Knowles وديمون بيتي Damon Petty بعد ذلك عملية نشر الإستراتيجية في كتابهما «دليل الاستثمار» الذي كتباه عام ١٩٩٢م، كما فعل كل من مايكل أوهيجنز Michael Ohiggins وجون داونز John Downes في «التغلب على مؤشر داو».

الجدول (١٢-٣) عوائد أسهم S & P 500 مصنفة وفق إيرادات الأرباح (١٩٥٧م - ٢٠١٢م)

عائد الأرباح	العائد الهندسي	العائد الرياضي	الانحراف المعياري	مقياس التذبذب Beta	العائد الإضافي مقياس تسعير الأصول الرأسمالية
الأعلى	١٢,٥٨٪	١٤,٢٥٪	١٩,٣٤٪	٠,٩٤	٣,٤٢٪
عالي	١٢,٢٥٪	١٣,٤٢٪	١٦,٢٦٪	٠,٨٢	٣,٩١٪
الوسط	٩,٤٦٪	١٠,٧٧٪	١٦,٦٤٪	٠,٩٢	٠,١٨٪
منخفض	٨,٧٩٪	١٠,٦٤٪	١٩,٢٩٪	١,٠٧	-١,٧٥٪
الأدنى	٨,٩٠٪	١١,٦٢٪	٢٣,٩٢٪	١,٢٣	-٢,٥٨٪
S & P 500	١٠,١٣٪	١١,٥٥٪	١٧,١٥٪	١,٠٠	٠,٠٠٪

حيث تدعو هذه الإستراتيجية المستثمرين في نهاية العام إلى شراء أعلى ١٠ أسهم من حيث الأرباح في مؤشر داو جونز الصناعي، والاحتفاظ بها حتى العام التالي ثم تكرار نفس العملية في ٣١ ديسمبر من كل عام. وغالباً ما تكون الأسهم ذات الأرباح الكبيرة هي تلك الأسهم التي تراجع سعرها وأصبحت تنفر المستثمرين، وهذا هو سبب تسمية الإستراتيجية باسم «Dogs of the Dow*».

ومن استخدامات إستراتيجية داو ١٠ أيضاً اختيار أعلى ١٠ أسهم من حيث الأرباح من بين أكبر ١٠٠ سهم في مؤشر S & P 500، حيث تعتبر نسبة أكبر ١٠٠ سهم في هذا المؤشر في السوق الأمريكية بالكامل أكبر من ٣٠ سهماً في مؤشر داو جونز الصناعي.

ويبين لنا الشكل (١٢-٣) نجاح كلتا الإستراتيجيتين[15]. فمنذ عام ١٩٧٥ نجحت إستراتيجية داو ١٠ في تحقيق عائد بنسبة ١٢,٦٣٪ سنوياً، في حين نجحت إستراتيجية

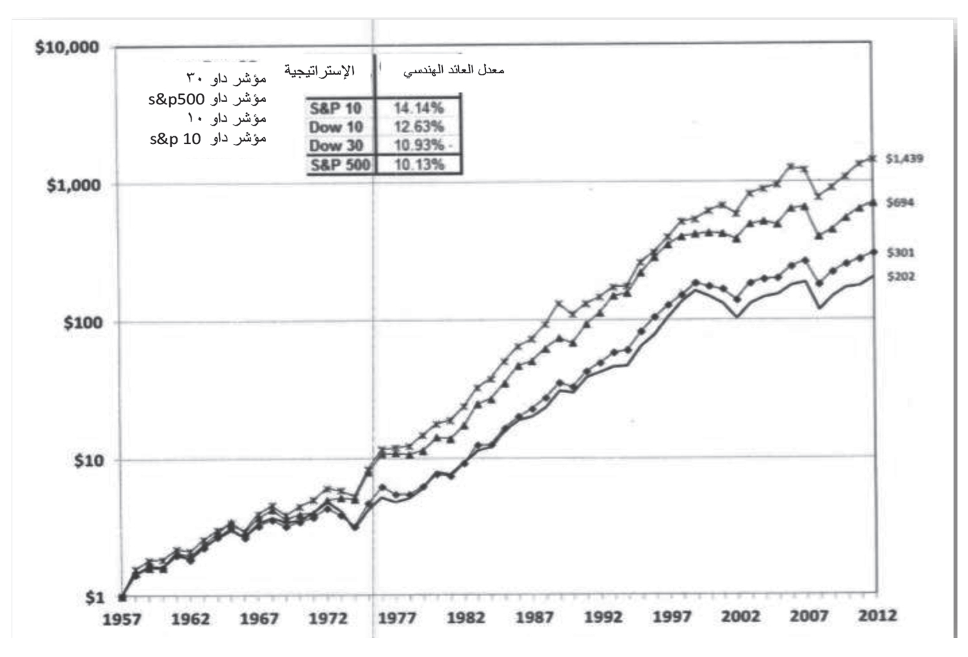
* هي إستراتيجية استثمارية أطلقها مايكل ب. هيجينز في عام ١٩٩١م، والتي تقترح أن يختار المستثمر سنوياً الاستثمار في عشر شركات مدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA) والتي تكون أرباحها الموزعة الأعلى بالنسبة للسعر.

S & P ١٠ في تحقيق عائد بنسبة ١٤,٤٪ سنوياً، وهذا أعلى من معدلاتهما. وقيمة بيتا لكلتا الإستراتيجيتين منخفضة أقل منها في مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر S & P 500، كما يوضح الشكل (١٢-٣).

وأسوأ عام يمر على إستراتيجيتي داو ١٠ وS & P ١٠ من حيث قيمة المؤشرات هو عام ١٩٩٩، وذلك عندما بلغت أسهم التكنولوجيا ذروة نجاحها. وقد انخفض معدل أداء إستراتيجية داو ١٠ بنسبة ١٦,٧٢٪ عن مؤشر S & P 500 في تلك السنة، كما انخفض معدل أداء إستراتيجية S & P ١٠ بنسبة ١٧٪. وأثناء المراحل الأخيرة للسوق الصاعدة عندما تجذب أسهم النمو أنظار المستثمرين المضاربين في البورصة، سوف ينخفض أداء الإستراتيجيات المعتمدة على القيمة أكثر من إستراتيجيات القيمة المرجحة.

ولكن هاتين الإستراتيجيتين تمكنتا من تعويض هذه الخسائر - بل وأكثر منها - أثناء الأسواق الهابطة التي ظهرت بعد ذلك، حيث تراجعت قيمة داو ٣٠ بنسبة ٢٦,٥٪ وتراجع مؤشر S & P 500 بنسبة ٣٧,٣٪، أثناء السوق الهابطة من ١٩٧٣ وحتى ١٩٧٤م، ولكن إستراتيجية S & P ١٠ انخفض أداؤها بنسبة ١٢٪ فقط، في حين نجحت إستراتيجية داو ١٠ في تحقيق مكسب بنسبة ٢,٩٪ خلال هذين العامين.

وقد نجحت هذه الإستراتيجيات المبنية على الأرباح أيضاً في مواجهة السوق الهابطة منذ عام ٢٠٠٠م وحتى ٢٠٠٢م. ومنذ نهاية عام ٢٠٠٠ وحتى نهاية ٢٠٠٢م عندما تراجع مؤشر S & P 500 بنسبة تزيد على ٣٠٪، انخفض أداء إستراتيجية S & P ١٠ بنسبة أقل من ٥٪. وفي الأسواق الهابطة التي ظهرت عقب الأزمة المالية، لم ترأف إستراتيجية داو ١٠ ولا S & P ١٠ بحال المستثمرين، حيث تسببت بعض الأسهم التي تقدم أرباحاً كبيرة مثل جنرال موتورز، في إفلاس الشركات التي تملكها. ولكن خلال دورة السوق الكاملة منذ عام ٢٠٠٧م وحتى ٢٠١٢م، انخفض أداء الإستراتيجيتين أقل من معدلاتهما بدرجة طفيفة، ولم يؤثر ذلك في تميزهم على المدى البعيد.



الشكل (١٢-٣) عائدات S & B 500 وداو للصناعات وأعلى عشرة أسهم ربحية، ١٩٥٧م - ٢٠١٢م

النسبة بين السعر/ الإيرادات:

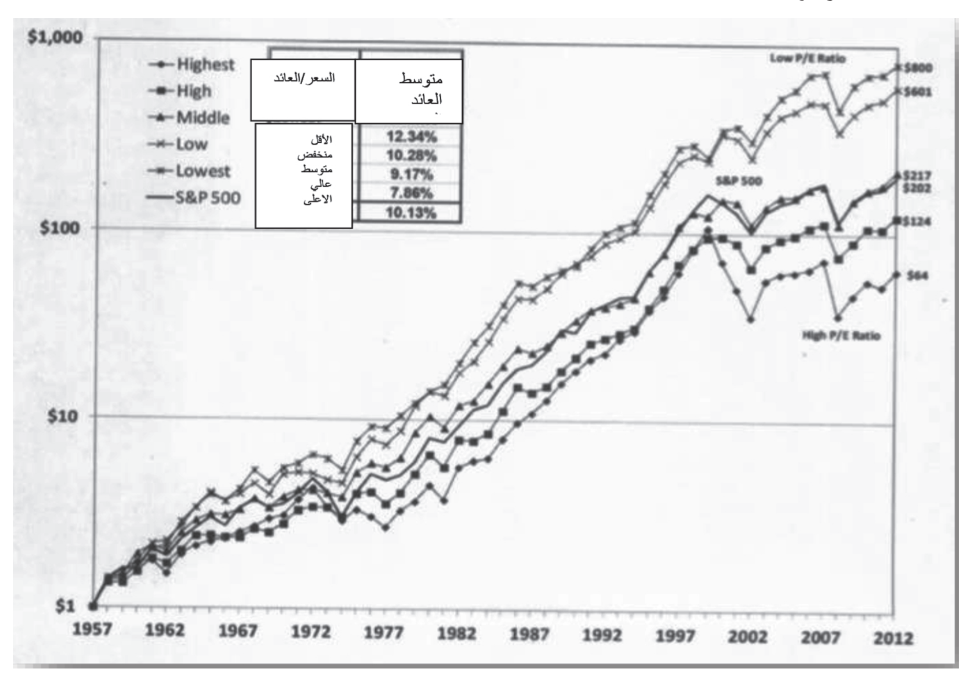
مــن المعايير الهامة أيضــاً لقياس القيمة والتي يمكن اســتخدامها لصياغة إســتراتيجية للمكســب هو مقياس P/E، أي النســبة بين سعر السهم وإيراداته. وقد بدأ إجراء البحوث المتعلقة بمقياس P/E في أواخر الســبعينيات عندما اكتشف سانجوي بازو Sanjoy Basu - في ضوء الدراسة التي أجراها س. ف. نيكولسون S. F. Nicholson عام ١٩٦٠م - أن الأسهم التي لها قيم P/E منخفضة ،تحقق عوائد أعلى بكثير من الأسهم التي لها قيم P/E مرتفعة، حتى بعد وضع المخاطر في الحسبان[١٦].

ولكن هذه النتائج أيضاً لم تكن مفاجئة بالنســبة لمســتثمري القيمة جراهام Graham ودود Dodd اللذَين صرحا بما يلي عام ١٩٣٤م في نص بعنوان «تحليل السندات المالية»:

> «ومن ثم يمكن القول - وهي نتيجة لها أهمية عملية كبيرة - بأن الأفراد الذين يقومون بشراء الأســهم العادية بقيمة تبلغ ضعف حجم الإيرادات ١٦ مرة تقريباً، عادة ما يخسرون مبالغ طائلة على المدى البعيد»[١٧،١٨].

وفي حالة مشابهة للبحث المتعلق بتوزيعات الأرباح بين أسهم مؤشر S & P 500، قمت بحساب قيمة مقياس P/E لجميع شركات المؤشر وعددها ٥٠٠ في ٣١ ديسمبر من كل عام، عن طريق قسمة الـ ١٢ شهراً الماضية من الإيرادات على السعر في نهاية العام، ثم قمت بتصنيف هذه الشركات وفقاً لقيمة مقياس P/E ثم تقسيمها إلى خمس مجموعات لحساب العوائد طوال الـ ١٢ شهراً المقبلة[١٩]، وثبت أن نتائج هذا البحث مشابهة لتقارير توزيعات الأرباح وتم عرضها في الشكل (١٢-٤).

الأسهم التي لها قيم P/E مرتفعة (أو حصيلة أرباح منخفضة) عادة ما يتم تقديرها بأعلى من قيمتها، كما أنها تقدم عوائد ضعيفة للمستثمرين، حيث إن الحافظة التي بها ١٠٠٠ دولار وتتميز أسهمها بارتفاع قيمة P/E، تضاعف استثمارها ليصل إلى ٦٤,١١٦ دولاراً عند نهاية عام ٢٠١٢م، أي أنها حققت عائداً سنوياً بنسبة ٧,٨٦٪، في حين نجد أن الأسهم التي لها قيم P/E منخفضة تحقق عائداً بنسبة ١٢,٩٢٪، ويتضاعف استثمارها ليصل إلى ٨٠٠,٠٠٠ دولار.



الشكل (١٢-٤) عائدات S & P 500 من الأسهم المصنفة وفق نسبة P/E، ١٩٥٧م - ٢٠١٢م

الجدول (١٢-٤) عائدات S & P 500 من الأسهم المصنفة وفق نسبة P/E ١٩٥٧م - ٢٠١٢م

	العائد الهندسي	العائد الرياضي	الانحراف المعياري	معيار التذبذب Beta	العائد الاضافي
الأدنى	١٢,٩٢٪	١٤,٢٠٪	١٦,٥٩٪	٠,٧١	٦,٠١٪
منخفض	١٢,٣٤٪	١٣,٥٤٪	١٦,٢٣٪	٠,٦٥	٦,٠٥٪
الوسط	١٠,٢٨٪	١١,٤٥٪	١٥,٦٧٪	٠,٦٩	٣,٤٦٪
عالي	٩,١٧٪	١٠,٣٠٪	١٥,٤٩٪	٠,٧٣	١,٨٥٪
الأعلى	٧,٨٦٪	٩,٨٦٪	١٩,٨٤٪	٠,٩٢	٠,٧٨٪-
S & P 500	١٠,١٣٪	١١,٥٥٪	١٧,١٥٪	١,٠٠	٠,٠٠٪

بالإضافة إلى ارتفاع العائد، نجد أن الانحراف المعياري للأسهم ذات قيمة P/E المنخفضة كان منخفضاً، وقيمة بيتا كان أقل بكثير منها في الأسهم الخاصة بمؤشر S & P 500، وهذا ما يوضحه الجدول (١٢-٤). وفي حقيقة الأمر، كان العائد الخاص بأقل ١٠٠ سهم من حيث قيمة P/E في مؤشر S & P 500، أعلى بنسبة ٦٪ سنوياً من التوقعات الناتجة عن استخدام نموذج تحديد سعر الأصول.

النسبة بين السعر / القيمة الدفترية:

مقياس النسبة بين السعر والإيرادات وأيضاً توزيعات الأرباح ليست هي المعايير الوحيدة لقياس القيمة، حيث إن هناك العديد من الدراسات الأكاديمية - بداية من دراسة دينيس ستاتمان Dennis Stattman عام ١٩٨٠م والتي أيدها فاما Fama وفرينش French فيما بعد - التي أوضحت أن النسبة بين السعر والقيمة الدفترية، قد تكون أكثر أهمية من النسبة بين السعر والإيرادات من حيث التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية[٢٠].

وكما فعل جراهام ودود مع مقياس P/E وتوزيعات الأرباح، اعتبرا أيضاً القيمة الدفترية من العوامل الهامة في تحديد العوائد:

«نحن نرى أن القيمة الدفترية تستحق على الأقل أن يلقي عليها الأفراد نظرة عابرة قبل شراء أو بيع الأسهم في مجال الأعمال. يجب أن يكون

من يشــتري الأسهم - إذا كان يشــكو من قلة المعلومات المتاحة - على الأقل لديه القدرة على إفادة نفسه أولاً بالمبلغ الذي يدفعه في الاستثمار، وثانياً بما سيحصل عليه مقابل هذا المال من حيث الموارد الملموسة»[٢١].

وبالرغــم مــن أن فامــا Fama French وفرينش وجدا - في بحثهــما عام ١٩٩٢م - أن النسبة بين القيمة الدفترية وقيمة السوق يعتبر مقياساً للقيمة، أفضل بقليل من توزيعات الأرباح أو مقياس P/E من حيث القدرة على تقييم العوائد، إلا أن هناك بعض المشــكلات الإدراكية فيما يتعلق باستخدام القيمة الدفترية كمعيار للقيمة، حيث إن القيمة الدفترية لا تعدل من نفســها لتناسب التغيرات في قيمة الســوق الخاصة بالأصول، ولا تمول نفقات البحــث والتطويــر[٢٢]. وفي الواقع، قد أكدت دراســاتنا انخفــاض أداء القيمة الدفترية عن توزيعــات الأرباح ومقياس P/E والســيولة النقدية في تقييــم العوائد، وذلك في الفترة من ١٩٨٧م وحتــى ٢٠١٢م. ونظراً لاحتمالية أن يكون هناك جزء كبير من قيمة الشركة يخص حقــوق الملكية الفكرية، فقد تصبح القيمة الدفترية مــؤشراً أقل دقة لقياس قيمة الشركة في المستقبل.

الدمج بين معايير الحجم والتقييم:

يعرض الجدول (١٢-٥) ملخصاً للعوائد السنوية المركبة الخاصة بالأسهم التي تم تصنيفها إلى ٢٥ فئة، وفقاً للحجم والنسبة بين القيمة الدفترية وقيمة السوق منذ عام ١٩٥٨م وحتى ٢٠٠٦م[٢٣].

لقد تجاوزت العوائد التاريخية لأســهم القيمة عوائد أســهم النمــو، وهذا التفوق كثيراً ما يحدث وخاصة بين الأســهم الصغيرة، حيث حققت أســهم القيمة الصغرى عائداً بنسبة ١٧,٧٣٪ ســنوياً، وهي أعلى قيمة بين كافة الفئات الـ ٢٥ التي تم تحليلها، في حين حققت أســهم النمو الصغرى عائداً بنســبة ٤,٧٠٪ فقط، وهي أقل نسبة بين جميع الفئات. وكلما ازداد حجم الشركات كلما أصبح الفرق بين عوائد أســهم القيمة وأســهم النمو أصغر بكثير. أما أســهم القيمة الكبرى، فقد حققت عائداً بنســبة ١١,٩٤٪ سنوياً، في حين حققت أسهم النمو الكبرى عائداً بنسبة ٩,٣٨٪ تقريباً.

الجدول (١٢-٥) عائدات مصنفة بحسب الحجم ونسبة السوق للقيمة الدفترية ١٩٥٨م - ٢٠١٢م

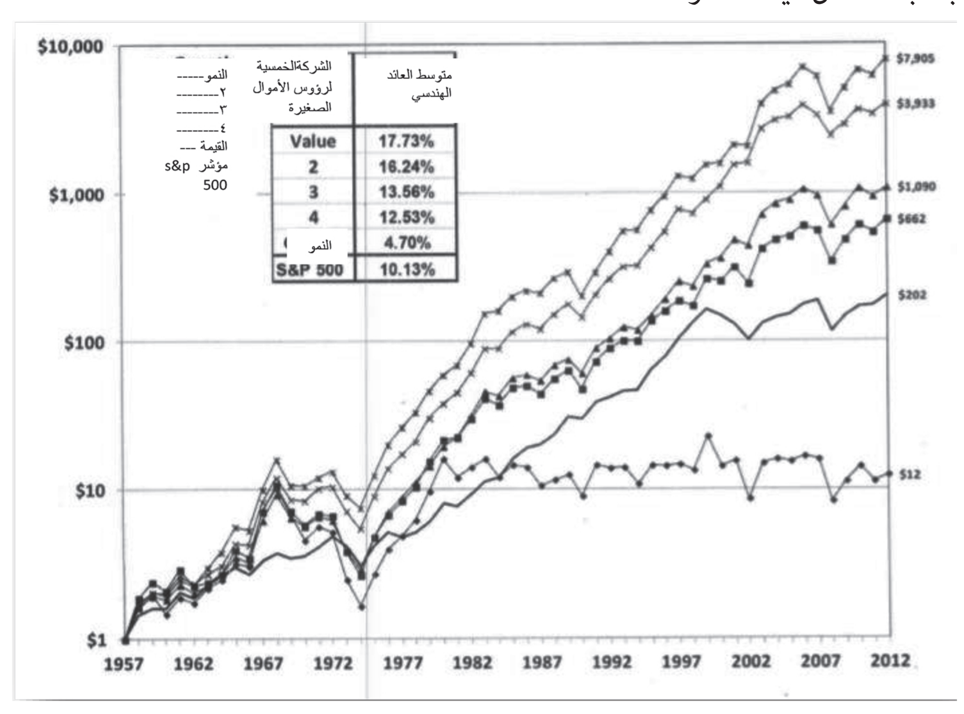
مجموع الفترة		القياسات				
		صغير	٢	٣	٤	كبير
---	القيمة	٪ ١٧,٧٣	٪١٦,٣٩	٪١٦,٧٤	٪١٤,١٥	٪١١,٩٤
	٢	٪١٦,٢٤	٪١٥,٦٨	٪١٥,١٨	٪١٤,٧١	٪١٠,٦٧
	٣	٪١٣,٥٦	٪١٤,٨٤	٪١٣,٣٦	٪١٢,٩٢	٪١٠,٥٤
	٤	٪١٢,٥٣	٪١٢,١٧	٪١٣,١٤	٪١٠,٧٧	٪١٠,٢١
	النمو	٪٤,٧٠	٪٧,٨٨	٪٨,٦٢	٪١٠,٣٧	٪٩,٣٨
الفترة باستثناء ١٩٧٥م - ١٩٨٣م		القياسات				
		صغير	٢	٣	٤	كبير
---	القيمة	٪١٣,٨٣	٪١٣,٠٤	٪١٣,٩٧	٪١١,٧٤	٪١٠,٧١
	٢	٪١٢,٦٧	٪١٢,٢٨	٪١٢,٧٢	٪١٣,٠١	٪٨,٩٥
	٣	٪٩,٦٦	٪١٢,٢٥	٪١٠,٦٤	٪١٠,٦٤	٪٩,٥٠
	٤	٪٨,٥٢	٪٨,٨١	٪١٠,٢١	٪٨,٧٨	٪٩,٠٠
	النمو	٪٠,٥٦	٪٤,٥٥	٪٦,٠٢	٪٨,٦٦	٪٩,٠١

وعند حذف الفترة من ١٩٧٥م إلى ١٩٨٣م، تقلص حجم عوائد الأسهم الصغيرة كما كان من المتوقع. ولكن من الجدير بالملاحظة أن الاختلاف في العوائد الخاصة بأسهم القيمة وأسهم النمو الصغرى يظل كبيراً وثابتاً لا يتغير.

ويوضح لنا الشكل (١٢-٥) الاختلافات الكبيرة في العائد التراكمي على أسهم القيمة وأسهم النمو الصغرى خلال الفترة من ١٩٥٧م وحتى ٢٠١٢م، حيث إن مبلغ ١٠٠٠ دولار الذي تم استثماره في أسهم النمو الصغرى منذ ديسمبر ١٩٩٧م، قد تضاعف ليصبح ١٢,٤٨١ دولاراً عند نهاية عام ٢٠١٢م. وعلى العكس، نجد أن أسهم القيمة الصغرى قد تضاعفت بشكل مفاجئ لتصل إلى ٧,٩ مليون دولار.

ولإبراز الاختلاف في أداء أسهم القيمة وأسهم النمو الصغرى؛ تم قياس نسبة الخطورة بواسطة قيمة بيتا لأسهم القيمة الصغرى التي تبلغ ١ تقريباً، في حين تبلغ قيمة بيتا لأسهم النمو الصغرى أكثر من ١,٥، وهذا يعني أن العائد الفعلي لأسهم القيمة الصغرى أعلى

بنســبة ٧,٥٪ من مؤشر كفاءة الســوق. أما العائد الفعلي لأسهم النمو الصغرى، فإنه يقل بنسبة ٧٪ عن قيمته المتوقعة.



الشكل (١٢-٥) عائدات النمو الصغرى وأسهم القيمة، ١٩٥٧م - ٢٠١٢م

الاكتتابات العامة الأوّلية: العوائد المخيبة للتوقعات لأسهم النمو الصغرى الجديدة:

يتم طرح بعض الأسهم الصغيرة الأعلى طلباً باعتبارها اكتتابات عامة أولية، ويتم إطلاق الشركات الجديدة بقدر من الحماس يكفي لإثارة المســتثمرين، الذين يحلمون بأن تتحول هــذه الشركات حديثة العهد لتصبح مثل مايكروســوفت أو جوجل. ويؤدي الطلب الكبير عــلى الاكتتابــات العامة الأوّلية إلى ارتفاع أســعار معظم أســهمها بعد طرحها في الســوق الثانوية، مما يقدم أرباحاً فورية لأولئك المستثمرين الذين تمكنوا من شراء الأسهم بالأسعار المطروحــة[٢٤]. وبالتــالي، يتم تصنيف الغالبية العظمى من أســهم هــذه الاكتتابات العامة الأوّلية باعتبارها من أسهم النمو.

وبالتأكيـد كان هناك الكثير من الأسـهم التي حققت أرباحـاً طائلة في هذه الاكتتابات العامـة الأوّلية، حيث نجحت أسـهم والمـرت - التي تم طرحها للاكتتـاب العام في أكتوبر ١٩٧٠م - مـن تحويـل اسـتثمار قيمتـه ١٠٠٠ دولار إلى أكثر مـن ١,٣٨٠,٠٠٠ دولار عند نهايـة عام ٢٠١٢م. كذلك أصبح المسـتثمرون الذين وضعوا مبلـغ ١٠٠٠ دولار في شركتي هـوم ديبوت وإنتل عند طرحهما للاكتتاب العـام أيضاً من أصحاب الملايين، وذلك في حالة احتفاظهم بالأسهم. وكانت شركة سيسكو أيضاً من الشركات التي حققت نجاحاً كبيراً، حيث تم طرح أسـهمها في فبراير ١٩٩٠م، وكان متوسط العائد السنوي الذي حققته هذه الأسهم هو ٢٧٪، وقد حصل عليه المسـتثمرون حتى ديسمبر ٢٠١٢م، بالرغم من أن جميع الأرباح قد تحققت خلال السنوات العشر الأولى بعد الاكتتاب العام الأوّلي.

ولكن هل بإمكان هذه الشركات الناجحة أن تقوم بتعويض جميع من تحمل الخسائر؟ لكي نعرف إذا ما كانت الاكتتابات العامة الأوّلية شـكلاً جيداً من أشـكال الاسـتثمار طويل الأجل، قمت بدراسة عوائد شراء الأسهم والاحتفاظ بها لما يقرب من ٩٠٠٠ سهم من أسهم الاكتتاب العام الأوّلي التي تم طرحها ما بين ١٩٦٨م و٢٠٠١م، حيث قمت بحساب العوائد بناءً على شراء المسـتثمر للأسـهم المطروحة في نهاية أول شهر من التداول، أو حين اشتراها بسعر الطرح في الاكتتاب واحتفظ بها حتى ٣١ ديسمبر ٢٠٠٣م[٢٥].

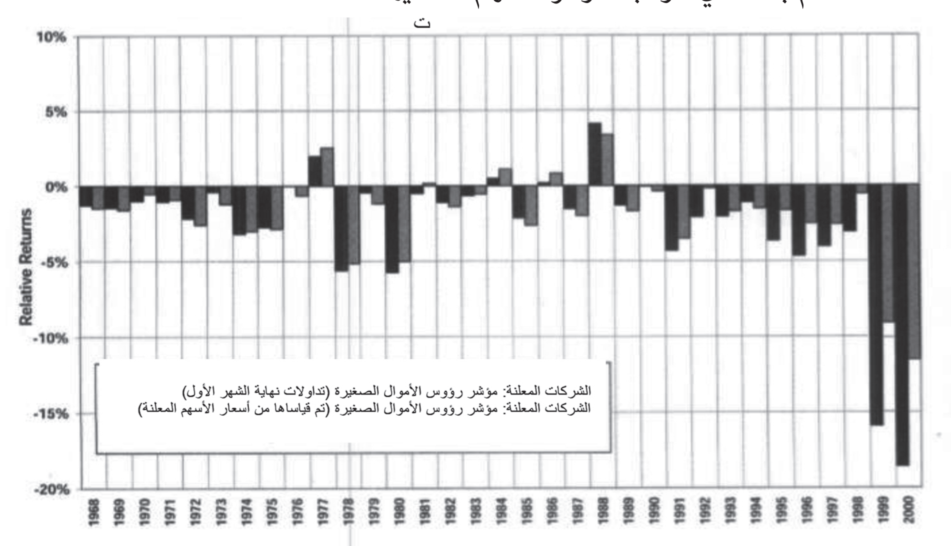
مما لا شـك فيه أن عدد الأسـهم الخاسرة في الاكتتاب العام الأوّلي يفوق عدد الأسـهم الرابحة، حيث تم دراسة ٨٦٠٦ شركة، وقد تبين أن عوائد ٦٧٩٦ شركة منها أو ما يعادل ٧٩٪ منها تجاوزت عوائد مؤشر الأسهم الصغيرة، كما أن نصف هذه الشركات قد انخفض أداؤها بنسبة تتعدى ١٠٪ سنوياً.

ولسـوء الحظ، نجد أن الأسهم الرابحة الكبرى، مثل: سيسكو والمرت، لم تستطع تعويض آلاف الأسهم الخاسرة في الاكتتاب العام الأوّلي. ويوضح الشكل (١٢-٦) الاختلافات في عوائد المحفظة الاسـتثمارية التي تشتري مبلغاً بالدولار، مسـاوياً لجميع أسهم الاكتتاب التي تم طرحهـا في أحـد الأعوام، وعوائد الحافظة التي وضع فيها المسـتثمر مبلغـاً من الدولارات مساوياً لمؤشر راسل ٢٠٠٠ للأسهم الصغيرة. وقد تم حساب العوائد بداية من نقطتين: (١) منذ نهاية الشـهر الذي تم فيه طرح الأسهم للاكتتاب العام، (٢) من سعر الأسهم المنخفض عادة في الاكتتاب.

وقد تم دراســة عوائد جميع محافظ الاكتتاب العام الأوّلي الســنوية التي صدرت منذ ١٩٦٨م وحتى ٢٠٠٠م، واســتمرت دراســتها حتى ٣١ ديســمبر ٢٠٠٣؛ وذلك لتكون هناك فرصة على الأقل لحســاب ثلاث ســنوات متتالية من العوائد. وكانت النتائج واضحة؛ فمنذ ١٩٦٨م وحتى ٢٠٠٠م انخفض أداء محافظ الاكتتاب العام الأوّلي السنوية ليصبح أقل مؤشر الأســهم الصغيرة، وذلك خلال ٢٩ من أصل ٣٣ عامــاً، وذلك في حالة القياس بدءاً من اليوم الأخير للتداول في الشهر الذي تم طرحها فيه، أو من سعر طرح الأسهم في الاكتتاب.

وحتى في بعض الســنوات مثل ١٩٧١م عند طرح الأســهم الرابحة الكبرى، مثل: خطوط طيران ســاوث ويست وإنتل وليميتد ســتورز للاكتتاب العام، ثبت أن عوائد الحافظة التي تضم جميع أســهم الاكتتاب العام الأوّلي التي تم طرحها في ذلك العام، قد تراجعت لتصبح أقل من عوائد مؤشر الأســهم الصغيرة، وذلك في حالة القياس حتى عام ٢٠٠٣م، وقد حدث نفس الشئ عام ١٩٨١م عند طرح أسهم هوم ديبوت للاكتتاب العام.

أمــا في العام المتميز ١٩٨٦م الذي تم فيه طرح أســهم مايكروســوفت وأوراكل وأدوب وEMC وسان مايكروسيســتمز جميعاً للاكتتاب العام، وحققت زيادة في العوائد السنوية بنســبة ٣٠٪ أعلى من الـ ١٦ عاماً الماضية، فقد نجحت حافظة أسهم الاكتتاب العام الأوّلي منذ ذلك العام بالكاد في مواكبة مؤشر الأسهم الصغيرة.



الشكل (١٢-٦) عائدات الشراء والتخزين لما يقرب من ٩٠٠٠ من أسهم الاكتتاب العام الأوّلي بين ١٩٦٨م - ٢٠٠١م

وبالنسبة لأداء أسهم الاكتتاب العام التي كان معظمها تابعاً لشركات التكنولوجيا، والتي تــم طرحها في أواخر التســعينيات، فقد كان أداءً كارثياً، حيــث إن محافظ الاكتتاب العام الأوّلي الســنوية انخفض أداؤها عام ١٩٩٩م و٢٠٠٠م ليصبح أقل من مؤشر الأسهم الصغرى بنســبة ٨٪ و١٢٪ ســنوياً على الترتيب، وذلك عند القياس من سعر طرح الأسهم للاكتتاب، و١٧٪ و١٩٪ سنوياً عند القياس منذ نهاية الشهر الأول للتداول.

أمــا فيما يتعلق بالأســهم التي تضاعفت عند بــدء التداول، فقد تبين أنها اســتثمارات ضعيفــة على المدى البعيد، حيث تم طرح أســهم شركة كورفيــس - التي تضع التصميمات للمنتجــات من أجل تنظيم حركــة المرور على الإنترنت - للاكتتاب العــام في ٢٨ يوليو عام ٢٠٠٠م. وفي وقــت الطــرح للاكتتــاب لم تنجح الشركة في بيع أي ســلعة ولو بدولار واحد، وتحملت خســائر التشغيل التي تقدر بمبلغ ٢٧ مليون دولار. ومع ذلك، كانت قيمة شركة كورفيس في الســوق تصل إلى ٢٨,٧ بليون دولار في نهاية اليوم الأول للتداول، وهذه القيمة تأتي على رأس أعلى ١٠٠ شركة من حيث القيمة في الولايات المتحدة.

ومن الحكمة أن نقارن شركة كورفيس بشركة سيســكو للأنظمة التي تم طرح أســهمها للاكتتاب العام قبلها بعشر سنوات. فعندما حان موعد طرح أسهم سيسكو للاكتتاب العام الأوّلي في فبرايــر ١٩٩٠م، كانت هذه الشركة قــد أصبحت من الشركات الرابحة التي تحقق أرباحــاً جيدة، تبلغ ١٣,٩ مليون دولار من مبيعاتها الســنوية التــي تصل إلى ٦٩,٧ مليون دولار. وكانت قيمة الســوق لأســهم سيســكو - التي تم طرحها للاكتتاب العام - في نهاية اليــوم الأول للتداول تصل إلى ٢٨٧ مليون دولار، وهــذه القيمة تعادل بالضبط جزءاً بالمئة من قيمة الســوق لشركة كورفيس، التي لم تكن في ذلك الوقت قد حققت بعد أي مبيعات أو أرباح. وقد تم تصنيف شركة سيسكو باعتبارها من أسهم النمو عام ١٩٩٠م، حيث كانت قيمة مقياس P/E لها أعلى من المتوسط، ولكن شركة كورفيس كانت أسهمها فائقة النمو.

كما أن شركة كورفيس - التي كان ســعر أســهمها في الاكتتاب العــام الأوّلي ٣٦٠ دولاراً للســهم (التقســيم تم تعديله) في ٢٨ يوليو ٢٠٠٠م - قد بدأت التداول بسعر ٧٢٠ دولاراً، الذي ارتفع بعد ذلك إلى ١١٤٧ دولاراً في بداية شــهر أغســطس. وفيما بعد، تراجع ســعر السهم إلى ٣,٤٦ دولاراً في أبريل ٢٠٠٥م.

طبيعة أسهم النمو وأسهم القيمة:

عند اختيار أسـهم «النمو» وأسـهم «القيمة»، ينبغي على المستثمرين مراعاة أن هذه المسميات ليس لها علاقة بالمنتج الذي تقدمه الشركة أو المجال الذي تنتمي إليه الشركة، بل تعتمد هذه المسـميات فقط على النسبة بين قيمة السوق وبعض المعايير الأساسية لتقييم الشركة، مثل: الإيرادات أو الأرباح.

وبالتـالي، نجـد أن الشركـة التي تنتمـي إلى قطـاع التكنولوجيا - ويتميـز هذا المجال بارتفاع نسـبة النمو - يمكن أن يتم تصنيفها ضمن أسهم القيمة، إذا كانت غير مرغوبة من المستثمرين ويتم بيعها بسعر منخفض مقارنة بالمعايير الأساسية. ومن ناحية أخرى، نلاحظ أن إحدى الشركات الواعدة المتخصصة في إنتاج السـيارات التي تنتمي إلى مجال قدرته على النمو محدودة، يمكن تصنيفها ضمن أسهم النمو إذا كانت أسهمها مرغوبة من المستثمرين، ويتم بيعها بسـعر مرتفع بالنسـبة للمعايير الأساسـية. وفي حقيقة الأمر، هناك الكثير من الشركات والقطاعات مع مرور الوقت تنوع تصنيفها ما بين أسـهم النمو أو أسـهم القيمة؛ وذلك نتيجة تقلب سعرها في السوق.

توضيح آثار الحجم والتقييم:

لقـد كان هناك العديد من المحاولات لتوضيـح تأثير عاملَي الحجم والتقييم على عوائد الأسهم، حيث افترض فاما Fama وفرينش French احتمالية وجود أهمية مالية غير عادية لأسـهم القيمة التي تظهر فقط خلال الأزمات الحقيقية، وأن المسـتثمرين يطالبون بعلاوة مقابل احتفاظهم بأسهم القيمة في حالة ظهور هذه الأزمات. وبالطبع، انخفض أداء أسهم القيمة ليصبح أقل من أسـهم النمو أثناء فترة الكسـاد الكبير وانهيار السـوق عام ١٩٢٩م وحتى ١٩٣٢م. ولكن منذ ذلك الحين، تحسن أداء أسهم القيمة بالفعل، ليصبح أفضل من أسـهم النمو أثناء فترة الأسـواق الهابطة والركود الاقتصادي. لذلك، لا يمكن الجزم بأن تلك هي الإجابة[٢٦].

ومن الأسباب المحتملة أيضاً لتفوق أسهم القيمة على أسهم النمو، هو أن استخدام قيمة بيتا لتحديد نسبة الخطورة الخاصة بالسهم محدود للغاية، حيث إن قيمة بيتا مستمدة من

نظرية تحديد سعر الأصول، وهو نموذج جامد لتحديد الأسعار يعتمد على مجموعة ثابتة من فرص الاستثمار. ولكن في الاقتصاد المتغير، نجد أن معدلات سعر الفائدة تعمل على تغيير الفرص المتاحة للمستثمرين، وأن أسعار الأسهم لا تستجيب فقط لتوقعات الإيرادات، بل وأيضاً للتغير في سعر الفائدة.

وفي مقال بعنوان «بيتا السيئة، بيتا الجيدة» عمد جون كامبل إلى التمييز بين قيمة بيتا المرتبطة بتقلبات سعر الفائدة (التي أطلق عليها «بيتا الجيدة»)، وبين قيمة بيتا المرتبطة بدورة الأعمال (التي أطلق عليها «بيتا السيئة»)، وذلك بناءً على الأدلة المثبتة[٢٧]. ولكن أحدث البيانات لم تؤيد هذه النظرية، حيث إن أسهم النمو قد ارتفعت في البداية مقارنةً بأسهم القيمة منذ عام ١٩٩٧ وحتى ٢٠٠٠م عندما ارتفع سعر الفائدة، ثم تراجع أداء الأسهم بعد ذلك بمجرد هبوط سعر الفائدة.

وهناك نظرية أخرى حول تفسير سبب تراجع أداء أسهم القيمة: المستثمرون يتحمسون أكثر من اللازم لاحتمالات نمو الشركات التي تزداد إيراداتها بسرعة كبيرة، ويتهافتون عليها بشكل مبالغ فيه. ونلاحظ أن «الأسهم الأسطورية» مثل: إنتل أو مايكروسوفت التي حققت في الماضي عوائد مذهلة جذبت خيال المستثمرين، في حين أن تلك الشركات التي لها إيرادات ثابتة ومعدلات نمو عادية تكون بعيدة عن الأنظار[٢٨].

فرضية السوق الصاخبة:

هناك نظرية أشمل حول تفوق أسهم القيمة، وهي أن أسعار الأسهم تتأثر دائماً بعمليات الشراء والبيع التي لا ترتبط بالمعايير الأساسية لتقييم الشركة، ويطلق على الأفراد الذين يقومون بالبيع والشراء في الدراسات الأكاديمية اسم «مستثمري السيولة» أو «المستثمرين الصاخبين»[٢٩].

ومن الجدير بالذكر أن أسهم القيمة كان أداؤها جيداً في الأسواق الهابطة، بالرغم من تراجع هذا الأداء أقل من أسهم النمو خلال فترة الركود الأخيرة؛ وذلك نتيجة التفوق الهائل لشركات التمويل، وهذا يعني أن المستثمرين يجب أن يتحلوا بالصبر إذا قرروا اتباع إستراتيجيات دعم العوائد[٣٠].

استثمار السيولة:

تم التوصل مؤخراً إلى عامل إضافي يشرح العوائد، وهي «سيولة» السهم. والسيولة عبارة عن خاصية في الأصول تقيس الانخفاض في السـعر الـذي يحصل عليه البائع اذا ما اضطر أن يبيع خلال فترة قصيرة. الأصول التي تتسـم بسـيولة عالية تكون نسبة انخفاض السعر عند بيعها قليلة، في حين أن الأصول التي تتسم بسيولة منخفضة تكون نسبة انخفاض السعر عند بيعها عالية. أحد المقاييس المريحة للسـيولة هي متوسـط حجم المبيعات اليومية للسـهم، مقارنةً بإجمالي عدد الأسهم القائمة، وعادة يشار لها معدل دوران السهم. الأسهم التي تسجل معدل دوران عالٍ، تكون سيولتها أعلى من تلك الأسهم التي يكون معدل دورانها منخفضاً.

مؤخراً، روجر اببوسـتون (Roger Ibboston) وآخرون أكدوا على أن السهم ذا السيولة المنخفضة له عوائد أعلى من السـهم ذي السـيولة المرتفعة[٣١]، وقاموا بتحليل جميع الأسهم المدرجة في بورصة نيويورك وبورصة أمريكا الثانية وناسـداك من ١٩٧٢م إلى الوقت الحالي، وأكدوا على أن الأسـهم التي تتصف بأقل معدل دوران (٪ ٢٥ فأقل)، كانت نسبة عوائدها المركبة ١٤,٧٤٪ في السـنة، تقريباً ضعف حجم عوائد الأسهم ذات معدلات الدوران الأعلى. كما أكدوا على أن سبب ذلك هو أن الأسهم الصغيرة تتسم بانخفاض معدل دورانها. ولذلك، فإن تأثير السـيولة لا يحاكي فقط تأثير الحجم. في الحقيقة، من بين الأسـهم: الأقل حجماً، والتي تم قياسـها من خلال القيمة السوقية للأسهم. تأثير السيولة كان أكثر وضوحاً، حيث إن العائد على الأسهم الأقل حجماً كان ١٥,٦٤ ٪ في السنة، مقارنةً بـ ١,١١ ٪ من العائد على الأسهم الأعلى معدل دوران[٣٢].

وهنـاك عدد من الأسـباب الجيدة تفسر تأثير السـيولة. وقد أدركنـا منذ فترة بأن من بين الأسـهم المتطابقة كلياً أو شـبه كلي في معـدلات مخاطر العوائد. فـإن تلك التي يتم تداولها بنشـاط يتم بيعها عند أسـعار أعلى. وفي سوق السـندات الأمريكي، فإن السندات الحكوميـة طويلة الأجل «الهاربة» والتي تتـم المقارنة بها ومن أكثر الأصول تداولاً، تحصل على سـعر بالسـوق أعلى من سـندات متطابقة افتراضياً، ويتفاوت تاريخ استحقاقها بعدة شـهور فقـط. المتداولون والمضاربون لديهم اسـتعداد لدفع علاوة لأصـول يمكن شراؤها وبيعها بكميات وبتكاليف صفقات منخفضة. مرونة القيمة عند جميع المسـتثمرين هي:

القدرة على تغيير آرائهم والاستجابة لظروف متغيرة بسرعة، وبدون تحمل انخفاض كبير في السعر أو دفع عمولات عند بيع أو شراء أصولهم. إضافة الى ذلك، فإن عدداً كبيراً من الصناديق الاستثمارية لا تستطيع شراء كميات كبيرة من شركات لا يتم تداول أسهمها بشكل كبير؛ لأن شراءها يتطلب رفع السعر إلى مستوى يكون العائد منه غير مُجزٍ.

إن وجود عمولة سيولة قوية على أسهم الشركات الصغيرة، يمكن تفسيرة بأن تلك الأسهم يتم بيعها وشراؤها بشكل نشط. وبالتالي، هي عرضة للمضاربة خاصة بين الشركات العامة، أو الشركات التي تجذب انتباه المتداولين الذين يبحثون عن عمليات تداول غير عادية للأسهم. وبعد فترة انتهاء المضاربة، فإن تلك الأسهم تكون عوائدها منخفضة. ومما لا يثير التساؤل، فإنه في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، أي ب إم (IBM) شهدت إقبالاً وتداولاً أكثر من ستاندرد أويل (Standered Oil)، بالرغم من أن - كما أوضحنا في بداية هذا الفصل - ستاندرد أويل تقدم عوائد أعلى للمستثمرين.

الخلاصة:

البحوث التاريخية أظهرت أن المستثمرين يحصلون على عوائد طويلة الأجل أعلى دون مخاطرة إضافية، من خلال التركيز على عوامل تتعلق بتقييم الشركات. عوائد التوزيعات أحد العوامل، أيضاً معدل السعر/ للدخل يعد عاملاً آخر. ومؤخراً، تم التأكيد على السيولة كعامل آخر. ومع مرور الوقت، محافظ الأسهم ذات عوائد التوزيعات الأعلى، معدل (P/E) منخفض، ومعدل سيولة منخفض، كان أداء تلك الأسهم أفضل من السوق وبأكثر مما تم توقعة باستخدام فرضية السوق الكفؤ.

ومع ذلك، يجب أن يكون المستثمرون مدركين بأنه لا يوجد إستراتيجية استثمارية ذات أداء أفضل من السوق المتوقع بجميع الأوقات. الأسهم الصغيرة أظهرت ارتفاعاً حاداً بشكل دوري مكّنهم من تحقيق أداء طويل الأجل أفضل من الأسهم الكبيرة، لكن أداءهم في أغلب الأوقات كان مماثلاً أو أقل من الأسهم الكبيرة. إضافة الى ذلك، القيمة الاسمية بشكل عام كانت جيدة في الأسواق الراكدة. وبالرغم من أنه في فترة الكساد الأخيرة - بسبب الترجيحات المالية الكبيرة - فإن القيمة الاسمية للأسهم كان أداؤها أقل من أسهم النمو، وهذا يعني أن المستثمرين يجب أن يتحلوا بالصبر، إذا ما قرروا تبنّي إستراتيجيات لتحسين العوائد.

الهوامش:

1. Graham and Dodd, "Price Earnings Ratios for Common Stocks," Security Analysis, 2nd ed., New York: McGraw-Hill, 1940, p. 530. Notes Notes 393.

2. Greek letters are used to designate the coefficients of regression equations. Beta, the second coefficient, is calculated from the correlation of an individual stock's (or portfolio's) return with a capitalization-weighted market portfolio. The first coefficient, alpha, is the average historical return on the stock or portfolio above or below the return on the market.

3. See William Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," Journal of Finance, vol. 19, no. 3 (September 1964), p. 442, and John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets," Review of Economics and Statistics, vol. 47, no. 1 (1965), pp. 221-245.

4. From 1980 the beta of Exxon-Mobil was 0.60 versus 0.93 for IBM.

5. Eugene Fama and Ken French, "The Cross Section of Expected Stock Returns,". Journal of Finance, vol. 47 (1992), pp. 427-466.

6. Eugene Fama and Ken French, "The CAPM Is Wanted, Dead or Alive," Journal of Finance, vol. 51, no. 5 (December 1996), pp. 1947-1958.

7. Benjamin Graham and David Dodd, Security Analysis, New York: McGraw Hill, 1934.

8. Rolf Banz, "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock," Journal of Finallcial Economics, vol. 9 (1981), pp. 3-18.

9. These data are adapted from Stocks, Bonds, Bills, and Inflation (SBB!) 2007 Yearbook, Chicago: Morningstar Publications, Chap. 7.

10. The small-cap stock index is the bottom-quintile (20 percent) size of the NYSE stocks until 1981, then it is the performance of the Dimensional Fund Advisors Small Company Fund from 1982 through 2000, and then it is the Russell 2000 Index from 2001 onward.

11. Graham and Dodd, Security Analysis, 2nd ed., 1940, p. 381.

12. See Robert Litzenberger and Krishna Ramaswamy, "The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence," Journal of Financial Economics, 1979, pp. 163-195.

13. James P. O'Shaughnessy, What Works on Wall Street, 3rd ed., New York: McGraw-Hill,2003.

14. John R. Dorfman, "Study of Industrial Averages Finds Stocks with High Dividends Are Big Winners," Wall Street Journal, August 11, 1988, p. C2.

15. Interestingly, an equal investment in the 30 Dow Jones Industrial stocks beats the performance of the S&P 500 Index from 1957 through 2012 by 80 basis points even though the Dow's beta is less than 1. The managing editor of the Wall Street Journal has the primary responsibility for the selection of the Dow stocks. As noted in Chapter 7, the companies in the S&P 500 Index are chosen primarily on the basis of market value, assuming that the firm is profitable.
16. S. F. Nicholson, "Price-Earnings Ratios," Financial Analysts Journal, July IAugust 1960, pp. 43-50; and Sanjoy Basu, "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratio: A Test of the Efficient Market Hypothesis," Journal of Finance, vol. 32 (June 1977), pp. 663-682.
17. Graham and Dodd, Security Analysis, 1934, p. 453. Emphasis theirs.
18. Yet even Graham and Dodd must have felt a need to be flexible on the issue of what constituted an "excessive" PIE ratio. In their second edition, published in 1940, the same sentence appears with the number 20 substituted for 16 as the upper limit of a reasonable PIE ratio! (Graham and Dodd, Security Analysis, 2nd ed., 1940, p. 533.) 394.
19. Firms with zero or negative earnings were put into the high-P IE-ratio quintile. Returns were calculated from February 1 to February 1 so that investors could use actual instead of projected earnings for the fourth quarter.
20. Of Dennis Stattman, "Book Values and Expected Stock Returns," unpublished MBA honors paper, University of Chicago; and Fama and French, "The Cross Section of Expected Stock Returns".
21. Graham and Dodd, Security Analysis, 1934, pp. 493-494.
22. Unpublished work estimating the alpha from quintile selection of value strategies from 1987 through 2006 using the data on the Fama-French website, http:/ I mba.tuck.dartmouth.edul pages I faculty IkenJrenchl data_library.html.
23. These data come from the Fama-French website cited in the preceding note.
24. Obtaining IPOs at the offering prices, especially ones that are in great demand, is very difficult, as investment banks and brokerage firms ration these shares to their best customers.
25. About one-third of these firms survived in their current corporate form through December 31, 2003. If they did not, I substituted the return on the Ibbotson smallcap stock index (see note 9).
26. John Y. Campbell (with Jens Hilscher and Jan Szilagyi), "In Search of Distress Risk," revision of National Bureau of Economic Research Working Paper No. 12362, Cambridge, MA, March 2007.
27. John Y. Campbell and Tuomo Vuolteenaho, "Bad Beta, Good Beta," American Economic Review, vol. 94, no. 5 (December 2004), pp. 1249-1275.

28. Behavioral finance is the topic of Chapter 22.
29. See Jeremy Siegel, "The Noisy Market Hypothesis," Wall Street Journal, June 14, 2006.
30. September 2006. Robert D. Arnott, Jason c. Hsu, Jun Liu, and Harry Markowitz, "Can Noise Create Size and Value Effects?" (October 24, 2011), AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, available at SSRN, http://ssrn.com/abstract=936272 or http:// dx.doLorg/lO.2139 Issrn.936272.
31. Roger G Ibbotson, Zhiwu Chen, Daniel Y.J. Kim, and Wendy Y.Hu, "Liquidity as an Investment Style," forthcoming, Financial Analysts Journal.
32. For more information, see Chapter 9, "Liquidity Investing," in SBBI, 2013 Classic Handbook.



الفصل الثالث عشر
الاستثمار العالمي

«فلنتحدث اليوم عن المجالات سريعة النمو؛ وذلك لأن الاستثمار في جميع أنحاء العالم يعد سريع النمو، وأفضل المجالات سريعة النمو هو الاستثمار في المحفظة الاستثمارية العالمية».

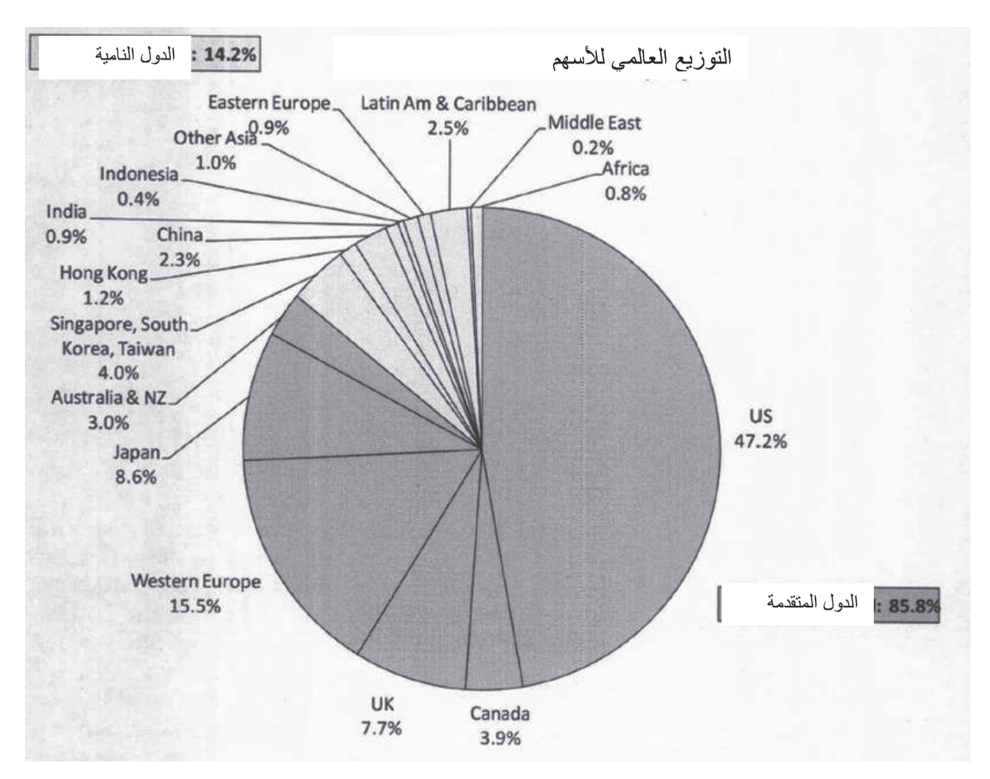
جون تمبلتون، ١٩٨٤م[١].

لقد أوضح الفصل الخامس أن ارتفاع العوائد الأهم طويلة الأجل، لم يكن أمراً فريداً من نوعه بالنسبة للولايات المتحدة، حيث تمكن المستثمرون في الدول الأخرى من تحقيق عوائد قريبة من تلك العوائد التي تم تحقيقها في الولايات المتحدة بل وقد تتجاوزها أيضاً. ولكن حتى أواخر الثمانينيات، كانت الأسواق في الدول الأخرى هي المجال الخاص بالمستثمرين في تلك الدول فقط، وكانت تعتبر بعيدة ومحفوفة بالمخاطر بالنسبة للمستثمرين خارجها.

ولكن لم يعد الأمر كذلك، حيث إن عولمة أسواق المال لا تمثل فقط توقعات مستقبلية، بل إنها أصبحت الآن حقيقة، حيث إن الولايات المتحدة اليوم - التي كانت في الماضي سوقاً ضخمة لتداول الأسهم ولا يمكن منافستها - هي مجرد واحدة من عدة دول يستثمر بها المستثمرون لتراكم الثروة.

وفي نهاية الحرب العالمية الثانية، كانت الأسهم الأمريكية تشكل ٩٠٪ تقريباً من إجمالي الأسهم على مستوى العالم، وفي عام ١٩٧٠م أصبحت تمثل ثلثي إجمالي الأسهم العالمية. أما اليوم، فقد أصبحت السوق الأمريكية تمثل أقل من نصف إجمالي قيمة الأسهم على مستوى العالم، ولا تزال هذه النسبة تتقلص. ويوضح الشكل (١٣-١) نسبة أسواق الأسهم العالمية التي تخص كل دولة في مايو ٢٠١٣م.

لا تزال نسبة الدول المتقدمة مرتفعة - حيث تزيد على ٨٥,٨٪ - ولكن هذه النسبة تتناقص. وقد علمنا في الفصل الرابع أن الدول النامية تنتج الآن أكثر من نصف إجمالي الناتج المحلي العالمي، وهذه النسبة سوف تزداد لتصل إلى ثلثي إجمالي الناتج المحلي العالمي خلال ٢٠ عاماً المقبلة، ومن المؤكد أن نسبة الأسهم التي تخص الاقتصادات الناشئة سوف تنمو سريعاً.



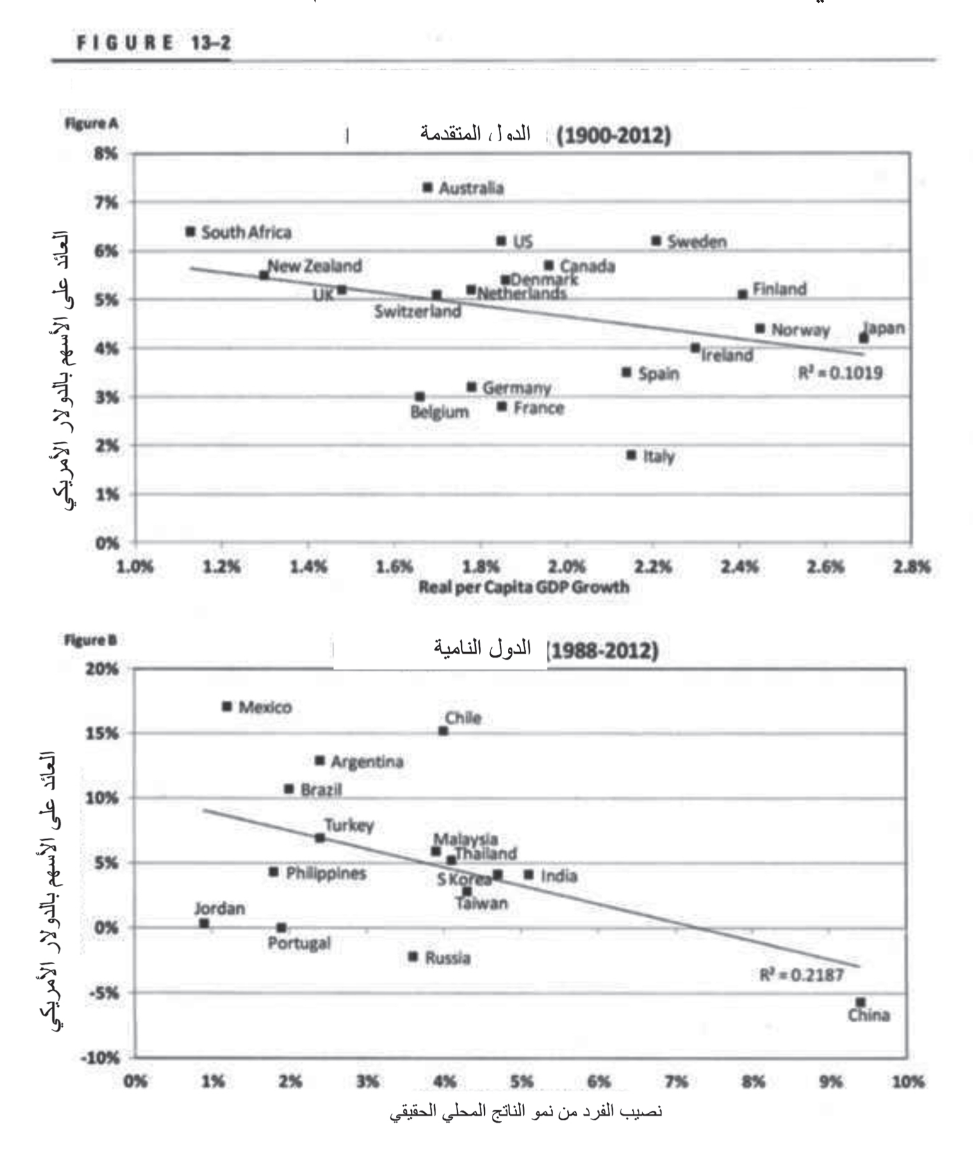
الشكل (١٣-١) توزيع الأسهم العالمية حسب قيمتها السوقية، ٢٠١٢م

الاستثمار الأجنبي والنمو الاقتصادي:

قد يساهم النمو الهائل في رأس المال بالدول النامية في جعل بعض المستثمرين يبالغون في تقدير قيمة ذلك القطاع، ولكن احتمالية النمو الاقتصادي ليست هي السبب في ضرورة اللجوء إلى الاستثمار العالمي. في حقيقة الأمر، قد يتفاجأ القراء إذا علموا أن هناك تناسباً عكسياً بين النمو الاقتصادي وعوائد الأسهم، وهذا الاستنتاج لا ينطبق فقط على تلك الدول المتقدمة، بل وأيضاً على دول العالم النامي.

ويعرض الشكل (١٣-٢أ) نمو حصة كل فرد من إجمالي الناتج المحلي مقابل عوائد الدولار خلال القرن التاسع عشر، وهو ما توضحه البيانات التي استعان بها كل من ديمسونDimson وستاونتون Staunton ومارش Marsh منذ عام ١٩٠٠م وحتى عصرنا الحالي[٢]، حيث تحتل

أســتراليا المركز الخامس من حيــث انخفاض معدل النمو، ولكن لديها أفضل نســبة عوائد، وجنوب أفريقيا هي الأضعف نمواً في حين تأتي في المركز الثاني من حيث ارتفاع نسبة العوائد. أما اليابان، فهي تعتبر حتى الآن الأسرع نمواً ولكن عوائد الأسهم لديها أقل من المتوسط.



الشكل (١٣-٢) العوائد بالدولار ونصيب الفرد من النمو الحقيقي للناتج المحلي في اقتصاديات الدول المتقدمة

ويبين لنا الشكل (١٣-٢ب) أن التناسب العكسي بين عوائد الأسهم ومعدل النمو تنطبق أيضاً على الدول النامية، حيث إن أسرع الدول نمواً حتى الآن - وهي الصين - لديها أسوأ نسبة عوائد، في حين تعتبر المكسيك والبرازيل والأرجنتين من أضعف الدول نمواً، ولكنها حققت عوائد ممتازة من أجل المستثمرين.

كيف يعقل أن يحدث هذا؟ يحدث هذا لنفس السبب الذي جعل شركة النفط القياسية بنيو جيرسي تحقق عوائد أفضل من شركة IBM، بالرغم من أن شركة IBM تفوقت على شركة النفط القياسية في جميع معايير النمو. كما أن انخفاض الأسعار وارتفاع الأرباح من العوامل الرئيسية التي ساهمت في ارتفاع عوائد شركة النفط القياسية، وهذا هو أيضاً السبب في تفوق استثمارات الأسهم المكسيكية على الأسهم الصينية.

ومن ثم، فإن الحكمة التقليدية التي تلزم المستثمرين بشراء الأسهم التي تنتمي للدول الأسرع نمواً هي حكمة خاطئة، لنفس السبب الذي يجعل شراء الشركات الأسرع نمواً أمراً خاطئاً. فقد أصبحت الصين بلا جدال، أسرع دول العالم نمواً خلال العقود الثلاثة الماضية، ولكن المستثمرين في الصين قد حققوا عوائد ضئيلة نتيجة المبالغة في تقدير قيمة الأسهم الصينية. ومن ناحية أخرى، نجد أن أسعار الأسهم في أمريكا اللاتينية كانت منخفضة بشكل عام، وظلت الأسعار منخفضة مقارنةً بمعايير التقييم الأساسية. وبالتالي، فإن المستثمرين الذين يتحلون بالصبر ويلجأون إلى شراء القيمة بدلاً من الصيت هم الفائزون في النهاية.

ولكن هذه النتيجة تقودنا إلى سؤال: إذا كان النمو الأسرع لا يعد سبباً لشراء الأسهم العالمية، فما هو السبب إذاً؟

التنوع في الأسواق العالمية:

الغرض من الاستثمار في الأسواق العالمية هو التنوع في أسهم الحافظة وتقليل نسبة المخاطر، حيث إن الاستثمارات الأجنبية تقدم فرصة للتنوع، بنفس الشكل الذي يتيح به الاستثمار في القطاعات المختلفة بالاقتصاد المحلي الفرصة للتنوع أيضاً. ويعتبر تعليق الآمال على نوع واحد فقط من الأسهم أو على قطاع معين في الاقتصاد إستراتيجية استثمارية ضعيفة. وبالمثل، فإن شراء الأسهم في دولتك فقط لا يعد إستراتيجية جيدة، خاصة وأن الاقتصادات المتقدمة أصبحت الآن تمثل جزءاً صغيراً جداً من السوق العالمية.

ومما لا شك فيه أن التنوع العالمي يقلل المخاطر؛ وذلك لأن أسعار الأسهم في الدول المختلفة لا ترتفع وتنخفض معاً، وهذه الحركة غير المتزامنة للعوائد تحد من تقلبات الحافظة. وإذا كان هناك نوعان من الأصول لا يرتبطان ارتباطاً وثيقاً - أي أن معامل الارتباط لهما أقل من ١ - فإن الجمع بين هذين النوعين سوف يقلل من نسبة المخاطر الخاصة بالحافظة بالنسبة لعائد معين، أو - على العكس - يساهم في رفع العائد مقابل خطر معين.

عوائد الأسهم العالمية:

يوضح الجدول (١٣-١) تفاصيل المخاطر والعوائد التاريخية لمستثمري الدولار في الأسواق العالمية منذ عام ١٩٧٠م وحتى عصرنا الحالي (١٩٨٨م فيما يتعلق ببيانات السوق الناشئة)، حيث نجد أن عوائد الدولار خلال تلك الفترة لا تختلف اختلافاً كبيراً فيما بين المناطق المختلفة.

وقد حقق المستثمرون في الولايات المتحدة ٩,٣٩٪ عائداً مركباً، في حين حقق أولئك المستثمرون في أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى (وهي دول متقدمة بخلاف الولايات المتحدة)[٣] عائداً أعلى يصل إلى ٩,٧٤٪. وفي هذه الفترة كان الارتباط بين عوائد أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى، وبين عوائد الولايات المتحدة يساوي ٦٥٪، وهذا يعني أن نسبة الخطورة التي يواجهها مستثمرو الدولار - ٨٠٪ من الولايات المتحدة و٢٠٪ من أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى - تصل إلى ٠,١٧٥، وهذه النسبة تقل بنسبة ٢٪ عن نسبة الخطورة في حالة الاحتفاظ بالأسهم الأمريكية فحسب.

ومنذ عام ١٩٧٠م، بدأت أوروبا تحقق عوائد أعلى بقليل من الولايات المتحدة، في حين حققت اليابان عوائد أقل. وعوائد السوق الناشئة الشاملة متوفرة اعتباراً من ١٩٨٨م، حيث حققت السوق الناشئة عوائد بنسبة ١٢,٧٣٪ سنوياً خلال تلك الفترة، وهذه النسبة أعلى من عوائد الأسهم الأمريكية بمقدار ٣٪، وكان ارتباط عوائد الأسهم الأمريكية بعوائد أسهم السوق الناشئة أقل من ارتباطها بعوائد الأسهم في أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى. ويجب ملاحظة أنه منذ عام ١٩٨٨م تراجعت عوائد الأسهم في أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى، لتصبح أقل من عوائد الأسهم الأمريكية، وهذا يرجع غالباً إلى أن اليابان كانت عوائدها ضعيفة في الفترة من ١٩٨٨م وحتى ٢٠١٢م.

فقاعة السوق اليابانية:

خــلال الربع الأخير من القرن العشرين كانت البورصة اليابانية تعتبر من أبرز الفقاعات التــي ظهــرت على مر التاريــخ في العالم كله، حيــث كانت عوائد الأســهم اليابانية في فترة الســبعينيات والثمانينيات تزيد بنســبة ١٠٪ سنوياً عن عوائد الأســهم الأمريكية، وتتجاوز جميع عوائد الأســهم في كافة الدول الأخرى، وكانت الســوق الصاعــدة في اليابان مفاجئة للغايــة، حيث إن قيمــة البورصة الأمريكية في الســوق لم تعد الأكبر على مســتوى العالم، وذلك بحلول نهاية عام ١٩٨٩م، وكان هذا للمرة الأولى منذ بداية القرن التاسع عشر. وقد اســتحوذت اليابان على أكبر ســوق للأسهم على مستوى العالم، بعد أن انهار اقتصادها تماماً أثناء الحرب العالمية الثانية، وكان لديها نصف عدد السكان الموجود بالولايات المتحدة و٤٪ فقط من مساحة أرضها.

وبالطبع، ساهم ارتفاع العوائد في السوق اليابانية أثناء السوق الصاعدة في جذب الاستثمار الأجنبي ببلايين الدولارات. وفي نهاية الثمانينيات بلغت قيمة الكثير من الأسهم اليابانية عنان الســماء، حيث ارتفعت قيمة مقياس P/E لشركة نيبون للهاتف والتلغراف - أو NTT - إلى أكثر من ٣٠٠، وهي النظير الياباني للشركة الأمريكية AT & T التي احتكرت خدمات الهاتف في الماضي، وقد أدت قيمة هذه الشركة وحدها في الســوق إلى تقليص إجمالي قيمة الأسهم في معظم الدول. كما بلغت قيمة الأســهم اليابانية، بل وتجاوزت في بعض الأحيان تلك القيمة التي حققتها الأسهم الأمريكية في فترة ازدهار التكنولوجيا عام ٢٠٠٠م، وتجاوزت بكثير جميع القيم التي حققتها الأسواق الأمريكية أو الأوروبية من قبل.

الجدول (١٣-١) مخاطر الدولار والعوائد في الأسهم العالمية، ١٩٧٠م - ٢٠١٢م. العائد بالدولار

الدولة أو المنطقة	١٩٧٠ - ٢٠١٢	١٩٨٨ - ٢٠١٢	المخاطر المحلية	مخاطر الصرف	المخاطر الإجمالية	معامل الارتباط**
العالم	٩,٣٩٪	٧,٢٣٪	١٧,٤٨٪	٤,٧٩٪	١٨,١٧٪	٨٧,٥٠٪
EAFE*	٩,٧٤٪	٥,٤٩٪	٢٠,٠٠٪	٩,٦٢٪	٢٢,٦١٪	٦٥,٢٧٪
أمريكا	٩,٦٣٪	٩,٨٣٪	١٧,٨٠٪	-	١٧,٨٠٪	-

الدولة أو المنطقة	١٩٧٠ - ٢٠١٢	١٩٨٨ - ٢٠١٢	المخاطر المحلية	مخاطر الصرف	المخاطر الإجمالية	معامل الارتباط**
أوروبا	١٠,٣٣٪	٨,٨٣٪	٢٠,٧٣٪	١٠,٧٥٪	٢٢,١٣٪	٧٦,٠٦٪
اليابان	٩,١٥٪	-٠,١٤٪	٢٨,٠٨٪	١٢,٥٢٪	٣٣,٢٩٪	٣٥,١٩٪
الأسواق الناشئة***	-	١٢,٧٣٪	٦٨,٧٧٪	١٧,٨٧٪	٣٥,٨٩٪	٥٢,٣٧٪

* هو مؤشر يغطي أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى.

** الارتباط بين العائد من الدولار الأمريكي والعائد من الأسواق الأجنبية بالدولار الأمريكي.

*** البيانات من الأسواق الناشئة من عام ١٩٨٨م - ٢٠١٢م.

وأثنـــاء رحلاته إلى اليابان عام ١٩٨٧، طلب ليو ميلامـــد Leo Melamed رئيس بورصة شـــيكاغو من مضيفيه، تفســـير كيفية تحقيق هذه القيم المرتفعة، وكان ردهم: «الأمر ليس كذلك. لقد اتبعنا طريقة جديدة تماماً في تحديد قيمة الأســـهم هنا في اليابان». وهنا أدرك ميلامـــد Melamed - كما روى مارتن مايرMartin Mayer - أن الأســـهم اليابانية محكوم عليها بالفشـــل[٤]. فعندما يتخلى المســـتثمرون عن الدروس التي يقدمها التاريخ، تعود هذه الدروس لكي تنال منهم.

عندما هبط مؤشر نيكي داو جونز بحدة - الذي كان قد تجاوز ٣٩,٠٠٠ في ديسمبر ١٩٨٩م - في الســـنوات التالية، انكشف لغز الســـوق اليابانية، حيث تراجعت الأسهم اليابانية إلى ٧,٠٠٠ عام ٢٠٠٨م، أي أقل نسبة ٢٠٪ من قيمتها في ذروة السوق الصاعدة منذ عقدين من الزمن.

حيث يشـــير الكثيرون إلى الســـوق اليابانية، باعتبارها تبطل فرضية أن البورصة ســـتظل دائماً أفضل اســـتثمار على المـــدى البعيد، ولكن كانت هناك تحذيـــرات صارمة من الفقاعة اليابانية. فقد حققت الأســـهم اليابانية في ذروة ازدهار السوق نسبة مبيعات تساوي ١٠٠ ضعف نســـبة الإيرادات، وهذه النسبة تعادل ثلاثة أضعاف المبيعات التي حققتها بورصتنا في قمة ازدهارها بلغت أقصاها عام ٢٠٠٠م، عندما ارتفعت أســـهم التكنولوجيا والإنترنت. وعلى العكس، حققت الأســـهم اليابانية عام ١٩٧٠م نسبة مبيعات تساوي ضعف الإيرادات التي حققتها جميع البورصات العالمية. وبالطبع، أصبحت عوائد الأسهم اليابانية اعتباراً من ١٩٧٠م تساوي عوائد الأسهم في الدول الأخرى.

ويمكن القول بأن ذروة الفقاعة في مؤشر ناســداك التي كانت في مارس ٢٠٠٠م تختلف عن فقاعة الســوق اليابانية. فقد تجاوزت قيمة مقياس P/E في السوق التكنولوجية ١٠٠، وانخفضت توزيعات الأرباح لتقترب من الصفر. وليس من الغريب أن نجد مؤشر ناسداك في عام ٢٠١٣م - أي بعد أكثر من ١٠ ســنوات من ازدهاره - لا يزال أقل من معدلاته تماماً مثل مؤشر نيكي.

مخاطر الأسهم:

يتم قياس نســبة المخاطر التي يواجهها مســتثمرو الدولار في الأسهم الأجنبية، بواسطة الانحــراف المعياري للعوائد الســنوية للدولار. هناك عنصران للمخاطر: تقلبات أســعار الأســهم التي يتم حســابها بعملتها المحلية، وتقلبات ســعر الصرف بين الــدولار والعملة المحلية. وفي الجدول (١٣-١) نجد هذين العنصرين تحت مسمى: الخطر المحلي ومخاطر الصرف.

بالنســبة للدول المتقدمة بخــلاف الولايات المتحدة (أوروبا وأســتراليا والشرق الأقصى)، نلاحظ أن الخطر المحلي يبلغ ٢٠٪، ومخاطر الصرف تبلغ نصف هذه النسبة تقريباً ٩,٦٢٪، ولكــن إجــمالي المخاطر للدولار تزيد على الخطر المحلي بنســبة ١٣٪ فقط، حيث يصل إلى ٢٢,٦١٪. والســبب في ذلك، يرجع إلى أن مخاطر الصرف غالباً ما تســير في الاتجاه المعاكس للخطر المحلي. وتعتبر مخاطر ســعر الصرف بالنســبة لمســتثمر الدولار أعلى قليلاً في حالة الأسهم اليابانية من الأسهم الأوروبية.

يتطلب تفسير مخاطر الدولار في الأسواق الناشئة معاملة خاصة، حيث أوضحت البيانات الأولية أن تقلبات ســعر الصرف تساهم بالفعل في تعويض نصف الخطر المحلي. ولكن إذا أمعنــا النظر في البيانات الخام، ســنجد أن هذه النتيجة متأثرة بارتفــاع معدلات التضخم المشــار إليها في البيانات الســابقة التي أدت إلى زيادة العوائد المحلية، في حين استمر سعر الصرف في الانخفاض بسرعة كبيرة. ومنذ عام ٢٠٠٠م - عندما نجحت معظم الدول النامية في خفــض معدلات التضخم لديها - أصبحت التقلبات في ســعر الــصرف تزيد من مخاطر الأسهم المحلية، وفي بعض الحالات تزيدها بشكل ملحوظ.

هل ينبغي عليك تجنب مخاطر الصرف الأجنبي؟

طالمـا أن مخاطر الــصرف الأجنبي تزيد عموماً من نســبة الخطر المحــلي، فقد يفضل المســتثمرون في الأســواق الأجنبية أن يحموا أنفســهم من تقلبات العملة. والتحوط ضد مخاطر الصرف يعني المشــاركة في استثمارات، أو شراء ســندات مالية تحمي نفسها تلقائياً من تقلبات ومخاطر الصرف الأجنبي.

ولكن تجنــب مخاطر الصرف الأجنبي لا تعتبر في جميع الأحوال إســتراتيجية صحيحة، حيــث إن تكلفــة الحماية تعتمد على الفرق بين ســعر الفائدة في الدولة الأجنبية وســعر فائدة الدولار. وإذا كان من المتوقع انخفاض قيمة عملة الدولة (وعادة يكون هذا بسبب التضخم)، فإن تكلفة الحماية تكون مرتفعة جداً.

ومثــال ذلك: بالرغم من تراجع قيمة الجنيه البريطاني مــن ٤,٨٠ دولار إلى ١,٦٠ دولار تقريبــاً خلال القــرن الماضي، إلا أن تكلفــة مواجهة هذا الانخفاض تجاوزت نســبة تراجع الجنيه نفســه. وبالتالي، كانت عوائد الأســهم البريطانية بالدولار ستصبح أعلى، إن لم يتبع المستثمرون إستراتيجية الحماية من انخفاض قيمة الجنيه.

أما بالنســبة للمستثمرين الذين يتمتعون بأفق بعيد، فقد يرون أن الحماية من مخاطر الصرف في الأسواق الأجنبية أمراً غير ضروري، ويتم تحديد التغير في سعر الصرف على المدى البعيد في الأســاس، من خلال الفــرق في معدل التضخم بين الــدول، وهذه الظاهرة تعرف باســم: تكافؤ القوة الشرائية. وطالما أن الأســهم تعتبر أصولاً حقيقية، فإن عوائدها طويلة الأجل تســاهم في تعويض المستثمرين عن التغير في نســبة التضخم. وبالتالي، فإنها تحمي المستثمرين من تراجع سعر الصرف الناتج عن زيادة التضخم في الدول الأجنبية.

وخلال الفترات القصيرة، قد يتمكن المســتثمرون مــن تقليل مخاطر الدولار عن طريق الحمايــة من مخاطر الصرف، وغالبــاً ما تؤدي الأخبار الاقتصادية الســيئة في إحدى الدول إلى تدهور بورصتها وقيمة العملة بها، ويمكن للمســتثمرين تجنب هذه الأخيرة عن طريق الحماية، علاوة على أن البنك المركزي إذا اتبع سياسة خفض قيمة العملة لزيادة الصادرات وإنعاش الاقتصاد، يمكن للمســتثمرين الذين يتبعون إستراتيجية الحماية أن يستفيدوا من

الأخيرة دون تحمل خسـائر الأولى. وعلى سـبيل المثال، نجد أن المسـتثمرين الذين اتبعوا إسـتراتيجية الحماية مع الأسـهم اليابانية مؤخراً في عام ٢٠١٢م - عندما دعا رئيس الوزراء شـينزو آبي Shinzo Abe إلى خفض قيمة الـين الياباني؛ لإنعاش الوضع الاقتصادي للدولة - نجحوا في تحقيق مكاسـب أكبر بكثير من التي حققها أولئك الذين لم يحموا أنفسـهم من تراجع الين.

التنوع: القطاع أم الدولة؟

بالرغم من أن أسـواق المـال أصبحت عالمية، إلا أن هناك جانباً من جوانب الاسـتثمار الـدولي يقف بمثابـة حجر عثرة في الطريق، حيث إن الاسـتثمار الأجنبي اليوم يتحدد وفقاً للدولـة التي بها مقر الشركة، حتى إذا لم تكن هـذه الشركة تقوم ببيع أو تصنيع المنتجات في هذا المقر. ولتوسـيع ممارسات العملة، أعلنت سـتاندرد آند بورز في أوائل التسعينيات إضافـة شركات غير أمريكيـة إلى مؤشر S & P 500، كما قامت سـتاندرد آند بورز بحذف الشركات الأجنبية السـبعة المتبقية من المؤشر، ومنها بعض الشركات الضخمة، مثل: رويال داتش للبترول، ويونيليفر[٥].

وقد صرح مؤيدو هذا النهج المرتبط بمقر الشركة أن اللوائح الحكومية والهيكل القانوني لأي دولـة لها أهميتها، حتـى إذا كانت معظم مبيعات وإيـرادات وإنتاج الشركة يأتي من الخارج، ولكـن هذه العوامل المؤثرة الخاصة بالدولة الأم سـوف تتلاشى مع تقدم العولمة، ومن المنطقي أن نتبع إسـتراتيجية الاسـتثمار عن طريق تخصيص المال وفقاً للقطاع الذي تنتمي إليه الشركة بصرف النظر عن مكان مقرها.

وإستراتيجيات الاستثمار الخاصة بالقطاع تعد شائعة الاستخدام في البورصات الأمريكية، ولكنها ليسـت كذلك على المسـتوى العالمي. ولكنني أعتقد أن هذا الوضع سـوف يتغير. ففي الواقع، أنا أتصور مسـتقبلاً مليئاً بالمؤسسـات العالمية، حيـث تختار الشركات أن يتم إدارتهـا وفقاً لمجموعة من القوانـين الدولية المتفق عليها بين الـدول، وكذلك يحظى مقر الشركة بأهمية أقل أو لا يكون مهماً على الإطلاق. وسوف تكون معايير المؤسسات الدولية مماثلة للشـعبية الكبيرة الخاصة بمعايير المحاسـبة، التي وضعهـا المجلس العالمي للمعايير المحاسـبية والتي تتجاوز انتشـار المعايير الخاصة بالدولة. وإذا حصلت المؤسسات الدولية

على مكانة بارزة، فلن يكون هناك ضرورة لمصطلح «الدولة التي بها المقر»، وســوف يتعين تخصيص الاستثمار بناءً على القطاعات العالمية أو بناءً على أماكن الإنتاج والتوزيع. وفي هذا المســتقبل ســوف تكون المحافظ التي تضم أسهم أمريكية فقط محدودة. وفي تلك الحالة، سوف يحل النهج المرتبط بالقطاع في الاستثمارات الدولية محل المنهج المرتبط بالدولة خلال السنوات المقبلة.

توزيع القطاعات في جميع أنحاء العالم:

ســوف نتحدث بمزيد مــن التفصيل عن أهمية هذه القطاعات لــدى المنطقة والدولة. وســوف يعرض الجــدول (١٣-٢) التصنيف الدولي العالمي للقطاعــات العشرة الموجودة في خمس مناطق جغرافية (الولايات المتحدة، أوروبا وأســتراليا والشرق الأقصى، أوروبا، اليابان، والأسواق الناشئة)[٦] وفقاً لحجم كل قطاع[٧].

الجدول (١٣-٢) توزيع القطاعات مصنفة حسب مناطق العالم، حزيران ٢٠١٣م

	ستاندرد & بورز ٥٠٠	EAFE*	اليابان	الأسواق الناشئة	أوروبا	العالم
تقديرات المستهلك	١١,٨٪	١١,٤٪	٢١,٤٪	٨,٢٪	٩,٦٪	١١,٤٪
السلع الاستهلاكية	١٠,٦٪	١١,٩٪	٦,٦٪	٩,٣٪	١٤,٦٪	١٠,٦٪
طاقة	١٠,٦٪	٧,١٪	١,٢٪	١١,٦٪	٩,٧٪	١٠,١٪
المالية	١٦,٧٪	٢٥,٢٪	٢٠,٧٪	٢٧,٩٪	٢١,٤٪	٢١,٢٪
الرعاية الصحية	١٢,٦٪	١٠,٤٪	٦,٣٪	١,٣٪	١٢,٨٪	١٠,٢٪
القطاع الصناعي	١٠,١٪	١٢,٥٪	١٨,٩٪	٦,٤٪	١١,٤٪	١٠,٥٪
تقنية المعلومات	١٨,٠٪	٤,٤٪	١٠,٩٪	١٤,٦٪	٢,٨٪	١٢,٢٪
المواد	٣,٣٪	٨,٣٪	٦,٠٪	٩,٧٪	٨,٤٪	٦,١٪
الاتصالات	٢,٨٪	٥,١٪	٤,٩٪	٧,٦٪	٥,٣٪	٤,٣٪
الخدمات	٣,٢٪	٣,٧٪	٣,٠٪	٣,٥٪	٤,٠٪	٣,٣٪

* هو مؤشر يغطي أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى.

أما الجدول (١٣-٣)، فإنه يوضح أكبر ٢٠ شركة من حيث قيمتها في الســوق والتي يقع مقرها داخل وخارج الولايات المتحدة.

الجدول (١٣-٣) أكبر الشركات الأمريكية والشركات الأجنبية، حزيران ٢٠١٣م

المرتبة	الشركات الأمريكية	القطاع	رأس المال #	الشركات الأجنبية	الدولة	القطاع	رأس المال
١	أبل	تقنية معلومات	$٤١٥ ١	بترول الصين	الصين	طاقة	$٢٤٣
٢	إيكسون موبايل	طاقة	$٤٠٧ ٢	بنك الصين I & C	الصين	مالية	$٢٣٧
٣	مايكروسوفت	تقنية معلومات	$٢٩٨ ٣	نستله	سويسرا	السلع الاستهلاكية	$٢١٨
٤	جنرال إليكتريك	القطاع الصناعي	$٢٤٧ ٤	روش	سويسرا	رعاية صحية	$٢١٣
٥	جونسون & جونسون	رعاية صحية	$٢٣٩ ٥	شل الملكية الهولندية	هولندا	طاقة	$٢١١
٦	شفرون	الطاقة	$٢٣٦ ٦	ساب القابضة	بريطانيا	مالية	$٢٠٥
٧	جوجل	تقنية معلومات	$٢٩١ ٧	الصين المحمول	هونغ كونغ	الاتصالات	$٢٠٤
٨	أي بي إم	تقنية معلومات	$٢٢٩ ٨	الصين للإنشاءات	الصين	مالية	$١٩٦
٩	بروكتر أند غامبل	سلع استهلاكية	$٢١٣ ٩	بنك نوفارتيس	سويسرا	رعاية صحية	$١٩٤
١٠	بيركشاير هاثاواي	مالية	$٢٨٤ ١٠	تويوتا	اليابان	إنشاءات	$١٩٤
١١	جي بي مورجان تشايس	مالية	$٢٠٥ ١١	سامسونج	كوريا الجنوبية	معلومات تكنولوجيا	$١٨٨
١٢	فايزر	رعاية صحية	$٢٠٠ ١٢	بب بيليتون	استراليا	المواد	$١٦٠
١٣	ويلز فارغو	مالية	$٢١٨ ١٣	أنهيوسر بوش	بلجيكا	سلع استهلاكية	$١٥٢
١٤	AT & T	الاتصالات	$١٩١ ١٤	فودافون	بريطانيا	اتصالات	$١٤٥
١٥	كوكا كولا	سلع استهلاكية	$١٨٤ ١٥	أ .ج بنك الصين	الصين	مالية	$١٤٣
١٦	سيتي جروب	مالية	$١٥٧ ١٦	سانوفي	فرنسا	رعاية صحية	$١٤٢
١٧	فيليب موريس إنت	سلع استهلاكية	$١٥١ ١٧	بي بي	بريطانيا	طاقة	$١٣٦
١٨	ميرك	رعاية صحية	$١٤٦ ١٨	بنك الصين	الصين	مالية	$١٢٩
١٩	فيريزون	اتصالات	$١٤٤ ١٨	غلاكسو سميث كلاين	بريطانيا	رعاية صحية	$١٢٧
٢٠	البنك الأمريكي	مالية	$١٤٤ ٢٠	مجموع سا	فرنسا	طاقة	$١١٩

وبالرغم من الانهيار الذي أعقب الأزمة المالية عام ٢٠٠٨م، إلا أن القطاع المالي هو أكبر قطاع في العالم، ويبلغ حجمه تقريباً ضعف حجم القطاع الذي يأتي بعده في المركز الثاني، وهو قطاع تكنولوجيا المعلومات. وفي الولايات المتحدة يعتبر القطاع المالي هو الثاني من حيث قيمته في السوق، حيث يبلغ ١٦,٧٪ من إجمالي قيمة السوق، وهو يأتي بعد قطاع التكنولوجيا، ولكن قيمته انخفضت بعد أن كانت ٢٢٪ قبل الأزمة المالية. وتتركز معظم أسهم القطاع المالي في الأسواق الناشئة، حيث نجد أربعة مصارف صينية تتصدر أعلى ٢٠ شركة غير أمريكية من حيث قيمة السوق. أما بيركشاير هاثاواي - التي انضمت مؤخراً إلى مؤشر S & P 500 - فهي أكبر شركة في القطاع المالي، ويتم تصنيفها ضمن القطاع المالي نظراً لحصتها الكبيرة في شركات التأمين. وفي الولايات المتحدة تأتي بوفيت بركشاير في المقدمة، ويليها جي بي مورجان تشايس، وكذلك مؤسسة HSBC (التي يقع مقرها في المملكة المتحدة)، وبنك كومنويلز بأستراليا من أكبر المؤسسات المالية في سوق أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى.

وفي قطاع السلع الترفيهية، تعتبر اليابان حتى الآن الأكبر حجماً فيما بين جميع المناطق الجغرافية. والسبب الأساسي في ذلك، يرجع إلى وجود شركة تويوتا لإنتاج السيارات بها التي تعد من أكبر ١٠ شركات غير أمريكية في العالم. وفي الولايات المتحدة تعتبر كل من والت ديزني وهوم ديبوت من أكبر الشركات في هذا القطاع، في حين في سوق أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى تحتل شركة ديملر AG المركز الأول يليها شركة تويوتا.

وتعتبر أوروبا صاحبة أكبر نسبة في قطاع المواد الغذائية، حيث نجد شركة سويس نستله وبلجيان أنهوزر - بوش إنبيف من ضمن أكبر ٢٠ شركة غير أمريكية من حيث قيمة السوق. وفي الولايات المتحدة تدخل شركة بروكتر آند جامبل وكوكاكولا وفيليب موريس العالمية أيضاً ضمن أكبر ٢٠ شركة أمريكية. كما تعد شركة أمبيف البرازيلية - المتخصصة في إنتاج المشروبات الغازية - أكبر شركة على مستوى الأسواق الناشئة.

وفي قطاع الطاقة، تعتبر شركة إيكسون موبيل هي أكبر شركة على مستوى العالم من حيث قيمتها في السوق، ولكن شركة بتروتشاينا الصينية هي أكبر شركة غير أمريكية من حيث قيمتها في السوق. كما تدخل كل من شركة تشيفرون في الولايات المتحدة ورويال داتش وBP وتوتال في أوروبا ضمن أكبر ٢٠ شركة غير أمريكية.

وفي قطاع تكنولوجيا المعلومات، نجد أن شركة آبل - التي تتنافس مع إيكسون موبيل على لقب أكبر شركة في العالم من حيث قيمتها في السوق - يأتي بعدها جوجل وIBM وشركة سامسونج للإلكترونيات بكوريا الجنوبية، في حين أن شركة SAP هي أكبر شركة تكنولوجية أوروبية. وفي قطاع الرعاية الصحية تعتبر شركة جونسون آند جونسون هي الأكبر على مستوى العالم، يليها شركة روش ونوفارتس في سويسرا، وشركة ميرك وفايزر للصناعات الدوائية في الولايات المتحدة. وفي مجال الصناعة نلاحظ أن شركة جنرال إليكتريك تتصدر القائمة، يليها شركة سيمنز الألمانية. وفي قطاع المواد لا نرى سوى شركة BHP بيليتون على قائمة أكبر ٢٠ شركة، في حين تعتبر شركة مونسانتو هي أكبر شركة في هذا القطاع بالولايات المتحدة من حيث قيمتها في السوق. وفي قطاع الاتصالات تتكون قائمة أكبر ٢٠ شركة بالولايات المتحدة من شركتي AT & T وفيريزون. أما قائمة أكبر ٢٠ شركة غير أمريكية فهي تضم الشركة الصينية لخدمات المحمول، ومجموعة شركات فودافون البريطانية. وأخيراً، لا يوجد أي شركات بقطاع المرافق تدخل ضمن قائمة أكبر ٢٠ شركة أمريكية أو غير أمريكية، ولكن تعتبر شركة ديوك للطاقة هي أكبر شركة بالولايات المتحدة، وشركة جريد الوطنية البريطانية هي الأكبر في سوق أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى.

رأس المال الخاص والعام:

قد تكون إكسون موبيل هي أكبر شركة من حيث قيمتها في السوق على مستوى العالم، ولديها مخزون احتياطي من النفط والغاز (٢٥ بليون برميل تم تقديرها في ٢٠١١م) أكبر من أي شركة خاصة. ولكن إذا أخذنا الشركات الحكومية بعين الاعتبار، سنجد أن هذه الشركة الأمريكية الضخمة تتراجع للتخلى عن مركزها في بداية القائمة، حيث تم تقدير المخزون الاحتياطي الخاص بشركة أرامكو السعودية وشركة NIOC الإيرانية معاً بأكثر من ٦٠٠ بليون برميل[٨]. وإذا أردنا تقييم هذا الاحتياطي بفرض أن قيمة البرميل تساوي ١٠ دولارات فقط - وهذه القيمة لا تتعدى ١٠٪ من سعر السوق - سيتبين أن قيمة كلتا الشركتين تزيد على ٦ تريليون دولار، وهذا ليس إلا جزء صغير من الثروة التي تملكها الحكومات في جميع أنحاء العالم، حيث إن خدمات الغاز والكهرباء والمياه في كثير من الدول لا تزال ملكاً للدولة وتحت تصرفها، والحكومات لديها نسبة ضخمة من الأسهم في الكثير من القطاعات إن لم تكن تسيطر عليها.

حتــى في حالة الدول التي يســيطر عليها القطــاع الخاص مثل الولايــات المتحدة، فإن الحكومــات الفيدراليــة والمحلية وحكومات الولايات تملك عــدة تريليونات من الدولارات تتمثل في عدة أشكال، مثل: الأراضي والموارد الطبيعية والطرق والسدود والمدارس والمتنزهات. وهناك خلاف كبير حول حجم الثروة التي يجب أن تنتقل إلى القطاع الخاص إن وجد. ولكن هناك برهان ساطع على أن هذه الشركات المخصخصة غالباً ما تحقق مكاسب هائلة، حيث إن نمو الأسهم العالمية لن يأتِ فقط من المؤسسات الخاصة، ولكن من خصخصة الكثير من الأصول التي تملكها الدولة.

الخلاصة:

سوف تســتمر بالتأكيد الرغبة الملحة في دمج الاقتصادات والأسواق العالمية خلال هذه الألفية الجديدة، فلن تنجح أي دولة في الســيطرة على كل ســوق، كما أن الرواد في جميع المجــالات معرضون للظهور من أي مكان في العالم. ومصطلح عولمة الاقتصاد العالمي يعني أن قوة الإدارة وخطوط الإنتاج والتســويق، ســوف تكون جميعها من عوامل النجاح الأكثر أهمية من المكان الذي يقع به مقر الشركة.

والاقتصار على الأســهم الأمريكية فقط يعتبر إستراتيجية غير آمنة بالنسبة للمستثمرين، ولن يوصِ أي من المستشــارين بالاســتثمار في تلك الأسهم فحسب، والتي تبدأ أسماؤها من حرف A وحتى حرف F. ولكن الاقتصار على الأســهم الأمريكية فقط قد يكون على ســبيل المراهنة، حيث إن الأســهم الأمريكية ســوف تستمر حصتها في الســوق العالمية في التراجع، وســوف يتمكن فقط أولئك المســتثمرون الذين لديهم حافظة أســهم متنوعة من تحقيق أفضل عوائد مع أقل نسبة مخاطر.

الهوامش:

1. From a transcript of an address delivered to the Annual Conference of the Financial Analysts Federation, May 2,1984.

2. See the section on worldwide equity and bond returns in Chapter 5.

3. EAFE stands for Europe, Australasia, and the Far East, and as of June 2013 it contained Australia, Austria, Belgium, Denmark, Finland, France, Germany, Hong Kong, Ireland, Israel, Italy, Japan, Netherlands, New Zealand, Norway, Portugal, Singapore, Spain, Sweden, Switzerland, and the United Kingdom. The list excludes Canada. Greece was demoted to an emerging nation in June 2013.

4. Martin Mayer, Markets, New York: Norton, 1988, p. 60.

5. The other five were the Canadian companies Nortel Networks, Alcan, Barrick Gold, Placer Dome, and Inco.

6. The United States is represented by the S&P 500 Index, and the non-U.s. developed regions are represented by the EAFE Index (described in note 3), Europe (iShares Notes Notes 395 S&P Europe 350, symbol lEU), and the emerging markets (iShares MSCI Emerging Markets Index, symbol EEM).

7. All these firms are ranked by the market value of the equity and do not include any debt. Rankings by total assets would thus differ from what is shown on the following tables.

8. Economist, “Supermajordammerung,” August 3, 2013, p. 22.

الجزء الثالث

كيف تؤثر البيئة الاقتصادية على الأسهم



الفصل الرابع عشر
الذهب والسياسة النقدية والتضخم

في سـوق الأوراق المالية، كما هو الحال في سـباق الخيل، النقـود تجعل الفرس يجري. وتفرض الأوضاع النقدية تأثير كبير علي أسعار الأوراق المالية.

مارتن زويج، ١٩٩٠م[١].

وإذا أبلغني «آلان غرينسـبان» رئيـس المجلس الاحتياطي الاتحادي بما سـتكون عليه سياسته النقدية خلال العامين المقبلين، فإن ذلك لن يغير شيئاً واحداً مما أقوم به.

ورن بيوفيت، ١٩٩٤م[٢].

لقد أعلنت الحكومة البريطانية في العشرين من سـبتمبر ١٩٣١م، أن إنجلترا قد خرجت مـن معيـار الذهب، فلم يعد بإمكانهـا تبادل الذهب في الودائع في بنـك إنجلترا أو عملة بريطانيا الجنية الإسـترليني. ولقد أكدت الحكومة عـلى أن هذا الإجراء هو إجراء مؤقت، وأنـه ليـس لديها النية في الإلغاء الأبدي لالتزامها بتبـادل أموالها بالذهب. ومع ذلك، لقد كان ذلك بداية نهاية لكلٍ من معيار الذهب البريطاني والعالمي - المعيار الذي كان موجوداً لأكثر من مئتي عام من الزمن.

وخوفاً من الفوضى في سـوق العملات، أمرت الحكومة البريطانية بإغلاق سـوق لندن للأوراق المالية. ولقد قرر مسـؤولو سـوق نيويورك للأوراق المالية بجعل تداول الولايات المتحدة مفتوحاً، ولكنها اسـتعدت أيضاً للتهافت على البيع. ولقد أدي تعليق مدفوعات الذهب من قِبل بريطانيا، ثاني أكبر قوة صناعية إلى إثارة الخوف من أن البلدان الصناعية الأخـرى قد تضطـر إلى التخلي عن الذهب. ولقد أطلق مسـؤولو البنـوك المركزية على التعليـق «أزمة العالم المالية ذات الأبعاد التي لم يسـبق لها مثيـل»[٣]. ولأول مرة، قامت سـوق نيويورك للأوراق المالية بحظر البيع على المكشـوف كمحاولة لدعم أسـعار حصة الأوراق المالية.

ولكن لمفاجأة نيويورك بشــكل أكبر، ارتفعت الأســهم بشــكل حاد بعد فترة قصيرة من الانخفاض، وانتهت العديد من القضايا بارتفاع. وبوضوح، لم يُنظر إلى التعليق البريطاني على أنه أمر سلبي على الأسهم الأمريكية.

ولم تكن هذه الأزمة المالية غير المســبوقة تمثل مشكلة لسوق الأوراق المالية البريطانية. فعندمــا أعادت إنجلترا فتح التداول في الثالث عشر من ســبتمبر، ارتفعت الأســعار. ولقد وصفت وكالة الأنباء إعادة فتح التداول بالوصف المفعم بالحيوية التالي:

«أسراب من وسطاء الأوراق المالية، يضحكون ويمرحون مثل التلاميذ، قاموا بغزو تداول الأوراق المالية اليوم من أجل استئناف التداول بعد الإغلاق الإلزامي لمدة يومين، ولقد انعكست حيويتهم على أسعار العديد من الضمانات»[٤].

وعلى الرغم من التوقعات المتشــائمة لمســؤولي الحكومة، نظر المســاهمون إلى الخروج من معيار الذهب بأنه أمر جيد للاقتصاد وأفضل للأســهم. وكنتيجة لتعليق الذهب، يمكن للحكومة البريطانية توسيع الائتمان عن طريق إقراض الاحتياطي للنظام المصرفي. وانخفاض قيمة الجنية الإســترليني من شــأنه أن يزيد الطلب على الصادرات البريطانية. ولقد أعطت سوق الأوراق المالية انتصاراً ساحقاً للإجراءات التي هزت ممولي العالم المحافظين. ولقد شهد ســبتمبر ١٩٣١م نقطة ضعف في أسواق الأوراق المالية البريطانية، في حين استمرت الولايات المتحــدة وغيرهــا من البلدان التي ظلت على معيار الذهب في الاتجاه نحو الكســاد. وتعد الدروس التاريخية: السيولة والائتمان السهل الذي يغذي سوق الأوراق المالية، وقدرة البنوك المركزية على توفير السيولة بإرادتها، تعد من الأمور الحاسمة الإضافية لقيم الأوراق المالية.

وبعــد مضي عام ونصف بعــد ذلك، انضمت الولايات المتحــدة لبريطانيا في التخلي عن معيــار الذهب. وأخيراً، اتجهت كل أمة في نهاية المطــاف إلى معيار النقود الورقية. ولكن عــلى الرغم من النزعة التضخمية لمعيار النقود الورقيــة، أصبح العالم أكثر راحة مع النظام النقدي الجديد، وتمتعت سوق الأوراق المالية بالمرونة التي يمنحها صانعو السياسات.

النقود والأسعار:

فاجأ الرئيس «ترومان» الأمة في خطابه عام ١٩٥٠م، عن حالة الاتحاد بالتنبؤ بأن الدخل

النموذجي للأسرة الأمريكية سـيصل إلى ١٢,٠٠٠ دولار بحلول عام ٢٠٠٠م. وعلى اعتبار أن دخـل الأسرة المتوسـطة يبلغ ٣,٣٠٠ دولار في ذلك الوقت، ويبـدو أن ١٢,٠٠٠ دولار وكأنه مبلغ زهيد، ويدل على أن أمريكا سـتتجه نحو تقدم اقتصادي غير مسـبوق في النصف قرن المقبـل. في الواقع، لقد كان تنبؤ الرئيس «ترومـان» متواضعاً جداً. فلقد بلغ دخل الأسرة المتوسـطة عام ٢٠٠٠م حوالي ٤١,٣٤٩ دولار. ومع ذلك، في عام ٢٠٠٠م، هذا المبلغ يشتري أقـل مـن ٦,٠٠٠ دولار بأسـعار عام ١٩٥٠م، وهـو ما يدل على وجـود تضخم في النصف قـرن الماضي. ولذلك، بدلاً مـن ارتفاع الدخل النموذجي للأسرة لأكـثر من اثني عشر مرة، مـن ٣,٣٠٠ دولار إلى ٤١,٣٤٩ دولار في حـوالي نصف قرن تقريباً، قد تضاعف فقط الدخل الحقيقي من ٣,٣٠٠ دولار إلى ٦,٠٠٠ دولار، نتيجة للتضخم.

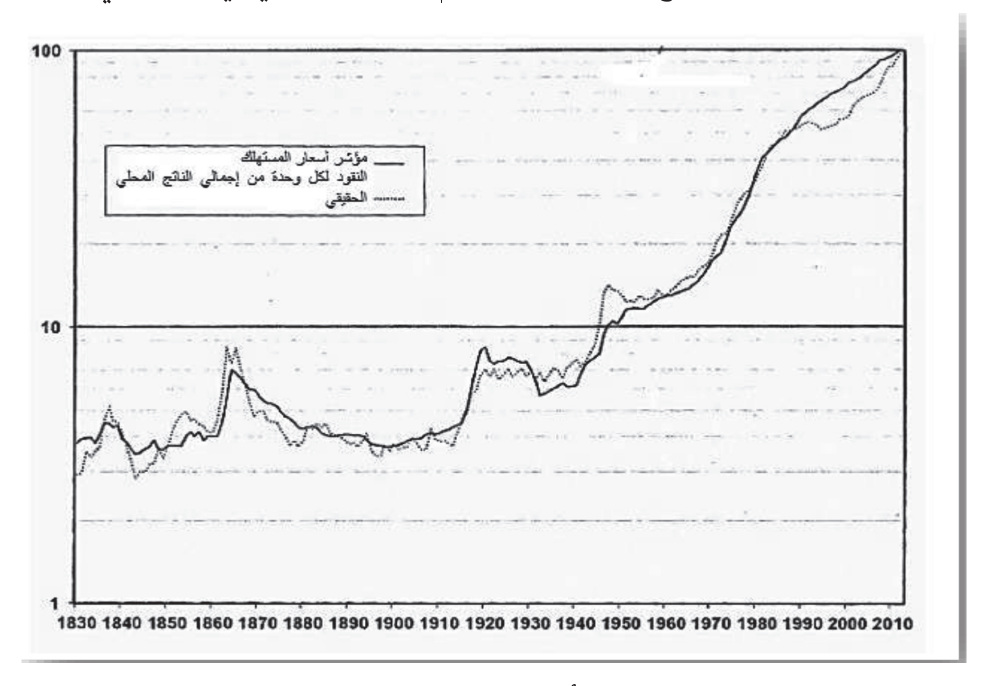
ولقد تميز التاريخ بالتضخم والانكماش بقدر ما يقوم الاقتصاديون بجمع البيانات. ومع ذلـك، منذ عـام ١٩٥٥م لم يحدث في أي عام انخفاض مؤشر أسـعار المسـتهلك الأمريكي[٥]. ما الذي تغير على مدي السـتين عامـاً الأخيرة، والذي جعل التضخم هو الأسـاس بدلاً من كونه الاستثناء؟ تُعد الإجابة بسيطة للغاية؛ فلقد ساعدت السيطرة على الاحتياطي النقدي مـن التحويل من الذهب للحكومة، ومع هذا التحول يمكن للحكومة دائماً توفير السـيولة الكافية، وبذلك لا تنخفض الأسعار.

ولقد قمنا بتحليل المسـتوى العام للأسـعار في الولايات المتحدة وبريطانيا العظمي على مـدى الـ ٢١٠ عاماً الماضيـة في الفصل الخامس. ولم يكن هنـاك تضخم عام حتى الحرب العالميـة الثانية، ثم حـدث تضخم طويل المدي بعد الحرب. وقبل الكسـاد الكبير، حدث التضخم فقط بسـبب الحرب، وفشـل المحاصيل، أو غيرها من الأزمات. ولكن كان سـلوك الأسعار في فترة ما بعد الحرب مختلفاً تماماً. فلم ينخفض مستوى الأسعار أبداً تقريباً، وتمثل السؤال الوحيد في: إلي أي معدل سوف ترتفع الأسعار؟

ويعـرف الاقتصاديـون منذ وقت طويل أن هنـاك متغيراً واحداً يمثل الهدف الأسـمى في تحديد مسـتوى الأسـعار: مقدار النقود في التداول. وتدعم العلاقـة القوية بين النقود والتضخم بالدليل والبرهان بشـدة. انظر إلى الشـكل (١٤-١)، الذي يوضح النقود والأسعار في الولايات المتحدة منذ عام ١٨٣٠م، حيث يقتفي الاتجاه العام لمستوى الأسعار أثر الاتجاه العام للاحتياطي النقدي الخاص بمستوى الإنتاج.

وتعد العلاقة القوية بين عرض النقد وأسـعار المستهلك ظاهرة عالمية، ولا يوجد تضخم مسـتدام بدون وجود إنتاج مسـتمر من النقود، ولقد ارتبـط كل تضخم جامح في التاريخ بانفجـار في عرض النقد. ويوجد دليل سـاحق أن البلدان التي تشـهد نمـواً نقدياً مرتفعاً تتعـرض لمعـدلات مرتفعة من التضخم، في حين أن البلدان التي تشـهد نمـواً نقدياً مقيداً تتعرض لمعدلات منخفضة من التضخم.

لماذا ترتبط كمية النقود بشـكل وثيق بمستوى الأسعار؟ ذلك لأن سعر النقود مثله مثل أي بضائع، يتحدد من خلال العرض والطلب، ويتم التحكم في المعروض من الودائع بشـكل وثيق من خلال البنك المركزي، ويشـتق الطلب على الـدولارات من طلب الأسر والشركات التـي تتعامل ببلايـين الدولارات من البضائـع والخدمات في نظام اقتصـادي معقد. وإذا حدثـت زيـادة في المعروض من الدولارات عـن عدد البضائع التي يتـم إنتاجها، فإن ذلك يؤدي إلى حدوث تضخم. ويتمثل الوصف التقليدي لعملية التضخم في «مطاردة الكثير من الدولارات للقليل من البضائع»، ويعد مناسباً اليوم كما هو الحال في أي وقت مضي.



الشكل (١٤-١): النقود والأسعار في الولايات المتحدة، ١٨٣٠م - ٢٠١٢م

وقد يتساءل المرء: لماذا حدث توسع نقدي هائل في بنك الاحتياطي الفيدرالي (والبنوك المركزية الأخرى)، مع عدم تحول الأزمة النقدية إلى تضخم؟ ولقد حدد ميلتون فريدمان في التاريخ النقدي للولايات المتحدة الأمريكية، أن لكمية الودائع بالإضافة إلى العملة كان لهما صلة وثيقة بالتضخم، وليس الأساس النقدي الذي يعد مجموع الودائع والنقد المتداول الذي يعرف بـ M2، الذي يرتبط بشكل كبير مع التضخم. ولقد تضاعف الأساس النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية لثلاثة أضعاف من عام ٢٠٠٧م إلى عام ٢٠١٣م، ولكن ذهبت جميع الزيادات تقريباً إلى الاحتياطات الفائضة في النظام المصرفي ولم تقرض للخارج، وبذلك لم تنتج أي ودائع. وللتأكيد، يجب أن يقوم البنك الفيدرالي بمراقبة الاحتياطات بشكل وثيق؛ من أجل منع فائض الإنتاج الائتماني من التحول إلى تضخم. ولكن لم يتناقض انخفاض معدلات التضخم مع الصلة التاريخية بين النقود والأسعار، على الرغم من سياسات التوسع للبنوك المركزية العالمية.

معيار الذهب:

لقد كان معظم العالم الصناعي على معيار الذهب لقرابة المائتي عام قبل الكساد الكبير، مما يعني أن البنوك المركزية كانت ملزمة بتبادل العملة الورقية التي أصدرتها البنوك بكمية ثابتة من الذهب عند الطلب. ومن أجل القيام بذلك، يجب على الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من الحكومات الأخرى أن تحافظ على احتياطي الذهب بكميات كافية؛ من أجل التأكيد لأصحاب النقود أن الحكومات سوف تكون قادرة دائماً على الاستفادة من هذا التبادل. ونظراً لزيادة الكمية الإجمالية للذهب في العالم بسرعة بطيئة - كانت اكتشافات الذهب الجديد قليلة نسبياً، مقارنةً بالاحتياطي الإجمالي للذهب في العالم - فقد بقيت أسعار البضائع مستقرة.

وكانت الأوقات الوحيدة التي يتعلق فيها معيار الذهب خلال الأزمات مثل الحروب، ولقد قامت بريطانيا العظمي بتعليق معيار الذهب أثناء كل من الحروب النابليونية والحرب العالمية الأولي، ولكن في كلتا الحالتين عادت إلى معيار الذهب بسعر التداول الأصلي. ولقد قامت الولايات المتحدة الأمريكية بتعليق معيار الذهب بشكل مؤقت خلال الحرب الأهلية، ولكن عادت إلى معيار الذهب بعد انتهاء الحرب[٦].

ويعد الالتزام بمعيار الذهب هو السبب الذي يكمن وراء عدم معاناة العالم من التضخم الشامل، خلال القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، ولكن لم يتم تحقيق استقرار عام في الأسعار دون تكلفة. ونظراً لأن النقود في التداول يجب أن تساوي كمية الذهب التي تحتفظ بها الحكومة، قام البنك المركزي أساساً بالتخلي عن السيطرة على الأوضاع النقدية، مما يعني أن البنك المركزي لم يكن قادراً على توفير أموال إضافية أثناء الأزمات الاقتصادية أو المالية. وفي الثلاثينيات، تحول الانضمام إلى معيار الذهب الذي قيد الحكومة من انتهاج سياسات مالية تضخمية، إلى قيود سعت الحكومة إلى الهروب منها.

إنشاء البنك بنك الاحتياطي الفيدرالي:

لقد دفعت الأزمات الدورية للسيولة الناتجة عن الالتزام الصارم بمعيار الذهب، إلى قيام الكونجرس عام ١٩١٣م بتمرير قانون الاحتياط الفيدرالي، الذي أنتج نظام الاحتياطي الفيدرالي. ولقد تمثلت مسؤوليات الاحتياط الفيدرالي في توفير عملة «مرنة»، مما يعني أنه في أوقات الأزمات المصرفية، سوف يصبح الاحتياطي الفيدرالي الملاذ الأخير للإقراض. وفي أوقات المحاولة، سوف يقوم البنك المركزي بتوفير العملة من أجل تمكين المودعين من سحب ودائعهم، دون إجبار البنوك على تصفية القروض أو الأصول الأخرى.

وعلى المدى الطويل، لا يزال إنتاج النقود من قبل الاحتياط الفيدرالي يمثل قيداً لمعيار الذهب، حيث إن العملة الورقية للحكومة أو مسودات الاحتياط الفيدرالي وعدت بدفع مقدار ثابت من الذهب. ولكن على المدي القصير، كان الاحتياط الفيدرالي حراً لإنتاج النقود، طالما أنه لا يمثل تهديداً لقابلية تحويل مسودات الاحتياط الفيدرالي إلي الذهب، بمعدل تداول يبلغ ٢٠,٦٧ دولاراً للأونصة التي كانت سائدة قبل الكساد الكبير. ومع ذلك، لم يعط الاحتياط الفيدرالي أي توجيه من قبل الكونجرس، أو بموجب قانون الاحتياط الفيدرالي فيما يتعلق بكيفية إدارة السياسة النقدية، أو تحديد الكمية الصحيحة من النقود.

انهيار معيار الذهب:

لقد أدى نقص التوجيه إلى حدوث عواقب مأساوية على مدار عقدين من الزمن. ففي أعقاب انهيار سوق الأوراق المالية عام ١٩٢٩م، دخلت اقتصادات العالم في انهيار حاد.

وقد أدي الانخفاض في أسعار الأصول وفشل الشركات، إلى حذر المودعين من أصول البنوك. وعندما اســتقبل العالم أن القليل من البنوك تعاني من مشــكلات فيما يتعلق بتلبية سحب المودعين، حدث تشغيل للبنوك.

وفي عرض مذهل من الافتقار إلى الكفاءة المؤسســية، فشل بنك الاحتياطي الفيدرالي في توفــير احتياطات إضافية من أجل وقف حالة الذعر المصرفية، والحيلولة دون انهيار النظام المالي، على الرغم من وجود ســلطة واضحة لدى بنك الاحتياطي الفيدرالي، من أجل القيام بذلــك بموجب قانون بنك الاحتياطــي الفيدرالي، بالإضافة إلى أن المودعين الذين اســتلموا أموالهم يسعون إلي سلامة عظمي، عن طريق تحويل مسوداتهم إلى خزانة الدولة في مقابل الذهب. ولقد وضعت تلك العملية ضغطاً شــديداً علي احتياطات الذهب لدى الحكومة، وسرعان ما انتشرت حالة الذعر البنكية من الولايات المتحدة الأمريكية إلى بريطانيا العظمي والقارة الأوروبية.

ومــن أجل منــع الفقدان الحاد للذهــب، قامت بريطانيا العظمــي بالخطوة الأولى في التخلي عــن معيار الذهب في العشرين من ســبتمبر ١٩٣١م، وقامت بتعليق دفع الذهب بالجنية الاســترليني. وبعد ثمانية عشر شــهراً، وفي التاســع عشر من إبريل ١٩٣٣م، قامت الولايات المتحدة الأمريكية أيضاً بتعليق معيار الذهب مع تفاقم الكساد والأزمة المالية.

ولقد أحب المســتثمرون المرونة المكتشــفة حديثاً للحكومة، ورد فعل ســوق الولايات المتحــدة للأوراق المالية في الإطاحة بالذهب، والذي كان أكثر حماســاً من رد فعل بريطانيا العظمي. وارتفعت الأسهم لأكثر من ٩٪ في اليوم الذي تركت فيه الحكومة معيار الذهب، ومــا يقــرب من ٦٪ في اليوم التالي. ولقد شــكل ذلــك أكبر يومَي انتعاش في تاريخ ســوق الولايــات المتحدة للأوراق المالية، ولقد شــعر المســتثمرون أن الحكومــة يمكنها الآن توفير الســيولة الإضافية اللازمة لتحقيق الاســتقرار في أسعار السلع الأساســية وتحفيز الاقتصاد، والتي اعتبروها بمثابة هدية للأسهم. ومع ذلك، تراجعت السندات حيث خاف المستثمرون من عواقب التضخم الناجمة عن ترك معيار الذهب. ولقد أكدت مجلة الأســبوع التجاري في افتتاحيتها الإيجابية عن التعليق على:

«مع لفتة حاسمة، ألقي الرئيس «روزفلت» من النافذة جميع الخزعبلات المتعلقة بالدفاع عن الدولار، حيث تحدي الخرافات القديمة واتبع مساره مع المؤيدين لإدارة النقود ... وتتمثل الوظيفة الآن في إدارة الأموال بشكل فعال، وبحكمة مع ضبط النفس. ويمكن القيام بذلك»[٧].

السياسة النقدية لما بعد تخفيض القيمة:

من المفارقات، أنه مع رفض مواطني الولايات المتحدة لحق استرداد الدولارات بالذهب، سرعان ما عاد ذلك للبنوك المركزية الأجنبية بسعر منخفض يبلغ ٣٥ دولاراً للأونصة. وكجزء مــن اتفاقية بريتون وودز التي وضعت قواعد أســعار تداول العمــلات الدولية بعد نهاية الحرب العالمية الثانية، وعــدت الحكومة الأمريكية بتداول جميع الدولارات بالذهب التي تحتفــظ بها البنوك المركزية الأجنبية، بمعدل ثابت يبلــغ ٣٥ دولاراً للأونصة نتيجة لتحديد هذه الدول لعملاتها بالدولار.

وفي فترة ما بعد الحرب مع زيادة التضخم، انخفضت قيمة الدولار وأصبح الذهب جذاباً أكثر وأكثر بالنســبة للأجانب، وبدأت احتياطات الذهب بالولايات المتحدة في التضاؤل، على الرغــم من الادعاءات الرســمية بأنه لا توجد خطط لدى الولايات المتحدة، لتغيير سياســة تــداول الذهب الخاصة بها بســعر ثابت قــدره ٣٥ دولاراً للأونصة. وفي عام ١٩٦٥م، أعلن الرئيس جونسون في التقرير الاقتصادي للرئيس بأنه «لا يوجد أي تساؤل عن قدرتنا وعزمنا للحفاظ على قيمة الذهب من الدولار بحوالي ٣٥ دولاراً للأونصة، وتتعهد جميع موارد الأمة لتحقيق هذا الهدف»[٨].

ولكــن لم يكن هذا كذلــك. فمع انخفاض الاحتياطي من الذهب، قام الكونجرس بإزالة شرط دعم الذهب لعملة الولايات المتحدة في عام ١٩٦٨م. وفي التقرير الاقتصادي للرئيس في العام التالي، أعلن الرئيس جونســون: «إن الأساطير عن الذهب تموت ببطء. ولكن يمكن تحقيــق التقدم كما أوضحنا. وفي عام ١٩٦٨م، قــام الكونجرس بإنهاء الشرط المطلق لدعم الذهب لعملتنا»[٩].

الأســاطير عــن الذهــب؟ الشرط المطلق لدعــم الذهب؟ مــا التحــول في الاتجاه! لقد اعترفــت الحكومة أخيراً بأن السياســة النقديــة المحلية لن تكون خاضعــة لنظام الذهب،

والمبدأ التوجيهي للسياسة النقدية والتمويل الدولي لما يقرب من قرنين من الزمن، والتي رُفضت بشكل موجز باعتبارها بقايا من التفكير غير الصحيح.

وعلى الرغم من إزالة دعم الذهب، استمرت الولايات المتحدة الأمريكية في إعادة شراء الذهب بحوالي ٣٥ دولاراً للأونصة للبنوك المركزية الأجنبية، على الرغم من أن الأفراد يدفعون أكثر من ٤٠ دولاراً في الأسواق الخاصة. ومع رؤية أن نهاية خيار هذا التداول كانت قريبة، تسارعت البنوك المركزية الأجنبية إلى تداولاتها للدولارات بالذهب، ولم يتبق لدى المتحدة الأمريكية التي احتفظت بحوالي ٣٠ بليون دولار من الذهب في نهاية الحرب العالمية الثانية، سوي ١١ بليون دولار بحلول صيف ١٩٧١م، إلى جانب أنه كان يتم سحب مئات الملايين شهرياً.

ولقد حدث شيءٌ مثير. ففي الخامس عشر من أغسطس عام ١٩٧١م، أعلن الرئيس نيكسون - أحد أكثر القرارات غير العادية منذ إعلان الرئيس روزفلت عام ١٩٣٣م لعطلة البنوك - عن السياسة الاقتصادية الجديدة، والتي تشمل تجميد الأجور والأسعار وإغلاق نافذة الذهب، التي كانت تمكّن الأجانب من تبديل العملة الأمريكية بالذهب. وبالتالي، تم كسر الصلة بين الذهب والنقود بشكل دائم لا رجعة فيه.

وعلى الرغم من صدمة المحافظين نتيجة هذا الإجراء، إلا أن عدداً قليلاً من المستثمرين شعر بالأسى على معيار الذهب، ولقد استجابت سوق الأوراق المالية بحماس لإعلان نيكسون، والذي اقترن أيضاً بالرقابة على الأجور والأسعار وارتفاع الرسوم الجمركية، والتي قفز بسببها المؤشر بنحو ٤ ٪ تقريباً مسجلاً رقماً قياسياً، ولكن لا ينبغي أن يمثل ذلك مفاجأة لأولئك الذين درسوا التاريخ. ونتيجة لإيقاف العمل بقاعدة الذهب وتخفيض قيمة العملات، شهدت أسواق الأسهم تجمعات تعد الأكبر تاريخياً، ولقد اتفق المستثمرون على أن الذهب أصبح من المخلفات النقدية.

السياسة النقدية لما بعد الذهب:

مع تفكيك معيار الذهب، لم يكن هناك أي عائق للتوسع النقدي، سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو البلدان الأجنبية، وتأثرت غالبية الدول الصناعية بصدمة النفط

التضخمية من ١٩٧٣م - ١٩٧٤م، وشـهدت اقتصاديات تلـك الدول معدلات تضخم عالية؛ بسبب جهود الحكومات العلاجية لمواجهة الانخفاض في الإنتاجية بالتوسع في عرض بالنقود.

ونتيجة لسياسـات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي التضخمية، حاول الكونجرس الأمريكي السـيطرة على التوسـع النقدي عن طريق الموافقة على قرار الكونجرس عام ١٩٧٥م، الذي يلزم البنك المركزي أن يعلن عن أهداف نمو نقدية. وبعد ثلاث سـنوات، وافق الكونجرس على قانون همفري - هوكنز Humphrey Hawkins، الذي أرغم الاحتياطي الفيدرالي على المثول أمام الكونجرس لعرض حركة السياسـة النقدية مرتين سـنوياً، ووضع أهدافاً نقدية. وكانـت المـرة الأولي منذ إقرار قانـون الاحتياطي الفيدرالي، الذي يوجـه الكونجرس البنك المركزي للسـيطرة على المخزون النقدي. وحتى يومنا هذا، تترقب الأسواق المالية عن كثب شـهادة رئيس البنك الاحتياطي الفيـدرالي أمام الكونجرس مرتين سـنوياً، والتي تحدث في فبراير ويوليو من كل عام[١٠].

وللأسـف، تجاهل البنك الاحتياطي الفيدرالي بشكل كبير الأهداف النقدية التي وضعها في السـبعينيات. ولقد زادت موجة التضخم عام ١٩٧٩م من الضغوط على بنك الاحتياطي الفيدرالي؛ من أجل تغيير سياسـته والسـيطرة بشـكل جاد علي التضخم. وفي يوم السبت السـادس من أكتوبر عام ١٩٧٩م، أعلن بول فولكر Paul Volker، الذي تم تعيينه كرئيس مجلس إدارة نظام بنـك الاحتياطي الفيدرالي في أبريل خلفاً لوليم ميلر William Miller، تغيراً جذرياً في تنفيذ السياسة النقدية، ولم يعد للاحتياطي الفيدرالي تحديد معدلات الفائدة لتوجيه السياسـة. وبدلاً من ذلك، كانت تمارس السـيطرة على عرض النقود دون النظر إلى تحركات معدلات الفائدة، وعرف السوق أن ذلك يعني ارتفاعاً حاداً في معدلات الفائدة.

كان احتمال نقص السـيولة بشـكل حاد بمثابة صدمة للأسـواق الماليـة. وعلى الرغم من إعلان فولكر Volker ليلة السـبت (المشـار إليها فيما بعد ب «مذبحة ليلة السبت»)، لم تلتقطـه فـوراً عناوين الصحف الشـعبية، مقارنـةً بالتغطية الإعلامية الكبيرة لسياسـة نيكسـون الاقتصادية عام ١٩٧١م، التي جمدت الأسـعار وأغلقت نافذة الذهب وأغضبت الأسواق المالية، إلا أن الأسهم أصيبت بحالة من الفوضى، وانخفضت إلى ما يقرب من ٨٪ في الحجـم القياسي في يومين ونصف عقب الإعلان، وارتجف المسـاهمون من احتمال الارتفاع الحاد في معدلات الفائدة التي كانت أمراً ضرورياً لكبح جماح التضخم.

وكسرت السياسة النقدية المتشددة خلال إدارة فولكر في نهاية المطاف الدورة التضخمية، وانضمت البنوك المركزية الأوروبية وبنك اليابان إلى بنك الاحتياطي الفيدرالي في تسمية التضخم «العدو العام رقم ١». وبالتالي، قاموا بتوجيه سياساتهم النقدية نحو تحقيق استقرار الأسعار، حيث إن تقييد نمو النقود أثبت أنه الحل الوحيد للسيطرة على التضخم.

بنك الاحتياطي الفيدرالي وخلق النقود:

إن العملية التي يغير من خلالها الاحتياطي الفيدرالي المعروض النقدي، ويسيطر على شروط الائتمان واضحة ومباشرة. فعندما يريد بنك الاحتياطي الفيدرالي زيادة المعروض النقدي، يقوم بشراء سندات حكومية في السوق المفتوح - السوق الذي يتداول ببلايين الدولارات من السندات يومياً. وما هو فريد من نوعه في الاحتياطي الفيدرالي، هو أنه يقوم بشراء السندات الحكومية فيما يُسمى: عملية شراء السوق المفتوح، ويقوم بالدفع للسندات من خلال إيداع القيمة في حساب العميل لديهم، وبالتالي يخلق النقود. ويعد الحساب الاحتياطي وديعة يحتفظ بها البنك في الاحتياطي الفيدرالي؛ من أجل تلبية متطلبات الاحتياطي وتسهيل مقاصة الشيكات.

وإذا أراد الاحتياطي الفيدرالي خفض المعروض النقدي، يقوم ببيع السندات الحكومية من محفظته، ويقوم مشتري هذه السندات بتوجيه بنكه بالدفع للبائع (بنك الاحتياطي الفيدرالي) من حساب المشتري، ثم يقوم البنك بتوجية الاحتياطي الفيدرالي للسحب من الحساب الاحتياطي للبنك، ويختفي هذا المال من التداول، ويُسمى ذلك: عملية بيع في السوق المفتوحة، وتُسمى عملية شراء السندات الحكومية وبيعها بعمليات السوق المفتوحة.

كيف تؤثر قرارات الاحتياطي الفيدرالي على أسعار الفائدة؟

لقد رأينا أنه عندما يشتري بنك الاحتياطي الفيدرالي ويبيع الأوراق المالية الحكومية، فإن ذلك يؤثر على كمية الاحتياطي في النظام المصرفي. ويوجد سوق نشط لهذه الاحتياطات بين البنوك، حيث يتم شراء وبيع بلايين الدولارات يومياً، ويُسمى هذا السوق بسوق الأموال

الفيدرالية، ويُسمى معدل الفائدة الذي تُقرض وتُعار هذه الأموال على أساسه باسم: سعر إعادة الخصم.

وعلى الرغم من تسمية هذا السوق بسوق الأموال الفيدرالية، إلا أنه لا يتم تشغيله من قبل الحكومة ولا يقوم بالاتجار في الأوراق المالية الحكومية، حيث يعد سوق الأموال الفيدرالية سوق إقراض خاص بين البنوك، تخصص فيه المعدلات بناءً على العرض والطلب. ومع ذلك، يكون للاحتياطي الفيدرالي تأثير قوي على سوق الأموال الفيدرالية. وإذا قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بشراء الأوراق المالية، فبالتالي يزيد المعروض الاحتياطي وينخفض معدل الفائدة على الأموال الفيدرالية؛ لأن البنوك يكون لديها احتياطات كافية للإقراض. وعلى العكس من ذلك، إذا قام بنك الاحتياطي الفيدرالي ببيع الأوراق المالية، يقل المعروض الاحتياطي وتزيد معدلات الأموال الفيدرالية؛ لأن البنوك تتزاحم من أجل المعروض المتبقي.

وعلى الرغم من إقراض الأموال الفيدرالية بين عشية وضحاها، وبالتالي يكون معدل الأموال معدل بين عشية وضحاها. ويشكل معدل الفائدة على الأموال الفيدرالية حجر الزاوية لجميع معدلات الفائدة قصيرة المدي الأخرى، ويشمل ذلك: المعدل الأساسي الذي يكون معدل النقطة الإرشادية لمعظم القروض الاستهلاكية" والليبور LIBOR الذي يكون أساس الإقراض التجاري قصير المدي؛ ومعدلات سندات الخزانة قصيرة المدى. ويعد معدل الأموال الفيدرالية الأساس لتريليونات الدولارات من القروض والأوراق المالية.

ويكون لمعدلات الفائدة تأثير هام جداً على أسعار الأسهم؛ لأن معدلات الفائدة تخصم التدفقات النقدية المستقبلية من الأسهم. وتصبح السندات أكثر جاذبية عندما ترتفع معدلات الفائدة. ولذلك، يقوم المستثمرون ببيع الأسهم حتى يصبح العائد من الأسهم جذاباً مرة أخرى بالنسبة إلى العائد على السندات، ويحدث العكس في حالة انخفاض معدلات الفائدة.

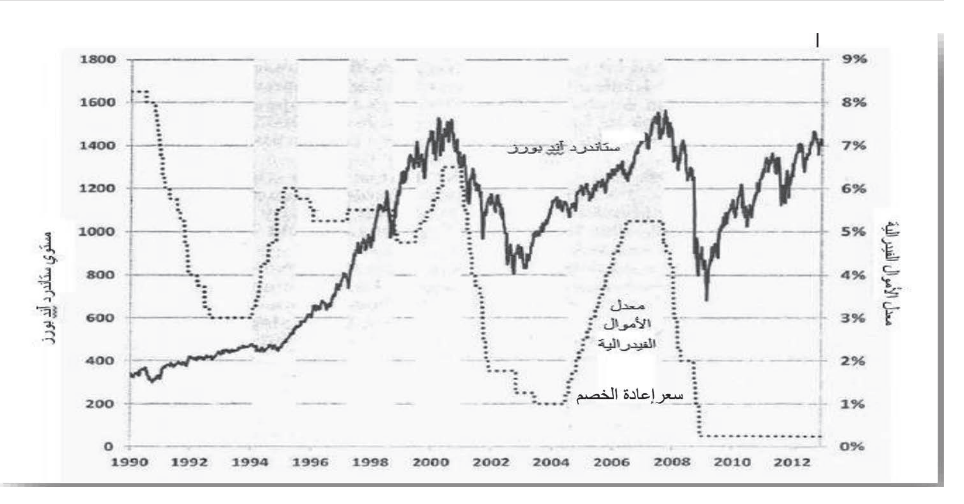
أسعار الأسهم وسياسة البنك المركزي:

بالنظر إلى التأثير الهائل للسياسة النقدية على أسعار الأسهم، من المنطقي التوقع بأن اتباع سياسة البنك المركزي يمكن أن توفر للمستثمرين عائدات مجزية. وفي الواقع،

في منتصف ١٩٥٠م وحتى الثمانينيات، كان هذا هو الحال. كانت عائدات الأسهم في ثلاثة أشـهر وستة أشهر واثني عشر شـهراً، بعد انخفاض في معدل الأموال الفيدرالية، أكبر بكثير مـن عائدات الزيادات التالية في معدل الأموال. ومن خلال خفض مخزون الأسـهم، عندما قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بالتشـديد على السياسـة النقدية، وزيادتها عند تخفيف بنك الاحتياطي الفيدرالي للسياسة النقدية، استطاع المستثمرون تحقيق عوائد مجزية.

ولكن منذ عام ١٩٩٠م لم يكن النمط موثوقاً به. ويوضح الشكل (١٤-٢) مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ وسعر إعادة الخصم منذ عام ١٩٩٠م وحتى عام ٢٠١٢م. وبعد فترة طويلة من اجتياز الركود خلال ١٩٩٠م - ١٩٩١م، قام بنك الاحتياطي الفيدرالي برفع هدف الأموال الفيدرالية في الرابع من فبراير ١٩٩٤م، عندما كان مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ يبلغ ٤٨١. ولقد كان الرد فورياً في سـوق السـندات والأوراق المالية، حيث تراجعت الأسـهم بمقدار ٢,٥٪ واسـتمرت في التراجع بنسـبه ٧٪ أخرى بحلول الأول من أبريل. وقد تدمرت أسعار السـندات، حيـث قفزت خزينة الدولـة ذات العشرة أعوام إلى ما يقـرب من ١٥٠ نقطة أساسـية عام ١٩٩٤م، والتي كانت تعاني من أسـوأ معدلات خسائرها منذ سنوات. وبعد شـهر أبريل، استقرت الأسـهم ثم ارتفعت على الرغم من تسارع بنك الاحتياطي الفيدرالي على الإحكام. ومع مرور الوقت، قام بنك الاحتياطي الفيدرالي أخيراً بتخفيض المعدلات في السـادس من يوليو ١٩٩٥م، كاسـتجابة لضعف الاقتصاد، وتوقف مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ عنـد ٥٥٤، بحوالي ١٥٪ أعلي من اليوم الذي بدأ فيه بنك الاحتياطي الفيدرالي في رفع المعدلات.

ومع تعافي الاقتصاد والتهديد بالتضخم مرة أخرى، شـدد بنك الاحتياطي الفيدرالي على ٢٥ نقطة أساسـية في الخامس والعشرين من مارس ١٩٩٧م. ومع ذلك، استمرت الأسهم في الارتفاع. وكاسـتجابة للأزمة الأسيوية والفوضى في سوق خزانة الدولة، الناتج عن الفشل في الإدارة طويلة المدي لرأس المالي في أغسطس ١٩٩٨م، قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بتخفيض معدل الأموال في التاسـع والعشرين من سـبتمبر ١٩٩٨م. ولكن كان سـوق الأوراق المالية أعلي بنسبة ٣٣,٠٪ عما كان عليه في الثمانية عشر شهراً الماضية، عندما قام بنك الاحتياطي الفيدرالي برفع المعدلات.



الشكل (١٤-٢): مؤشر ستاندرد آند بورز٥٠٠ وسعر إعادة الخصم، ١٩٩٠م - ٢٠١٣م

ومع تراجع الاقتصاد الأمريكي بعد الأزمة الأسيوية، بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي التشديد مـرة أخـرى في الثلاثين من يونيو ١٩٩٩م، عندما ارتفع مؤشر سـتاندرد آند بورز إلى ١٣٧٣. ولكن اسـتمرت الأسهم في الارتفاع، وبلغ مؤشر ستاندرد آند بورز أوجه في الرابع والعشرين من مارس عام ٢٠٠٠م، عندما وصل إلى ١٥٢٧ والذي كان أعلي بنسـبة ١٢٪ عن شهر يونيو ١٩٩٩م. وفي جميع هذه الفترات، تخلي المستثمرون الذين كانوا خارج سوق الأوراق المالية، عند قيام بنك الاحتياطي الفيدرالي برفع المعدلات عن عوائد كبيرة للأسهم.

وبعد حدوث ذروة السوق الصاعد في أوائل عام ٢٠٠٠م، لم يبدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي في خفض معدل الأموال حتى الثالث من يناير عام ٢٠٠١م، بعد انخفاض الأسهم إلى مستوى شـهر يونيو ١٩٩٩م، عندما بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي برفع المعدلات. ولكن كان شـهر يناير ٢٠٠١م بعيداً جداً عن العودة إلى السـوق، حيث استمرت الأسهم في الانخفاض حتى شهر أكتوبر ٢٠٠٢م، عندما بلغ مؤشر ستاندرد آند بورز أدنى مستوى له منذ خمس سنوات، حيـث بلغ ٧٧٦,٧٦. ومع مرور الوقت، بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي في الإحكام في الثلاثين من يونيو عام ٢٠٠٤م، وبلغ مؤشر سـتاندرد آند بـورز ١,١٤١. ولكن كان هذا أيضاً بعيداً جداً عن الخروج من الأسـهم، حيث اسـتمر السوق النشط لأكثر من ثلاثة أعوام، ووصل في النهاية إلى ذروته في أكتوبر ٢٠٠٧م عندما بلغ ١٥٦٥، أعلى بنسـبة ٣٧٪ عن النسـبة التي

بــدأ فيهــا بنك الاحتياطي الفيدرالي في الإحكام. وعندما بــدأت الأزمة المالية في التأثير على الاقتصاد، قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بأول رخاء واســتقرار له في الثامن عشر من ســبتمبر ٢٠٠٧م، قبل ثلاثة أســابيع فقط قبل ذروة الســوق، وبشــكل واضح ليس في وقت الضغط على الأسهم.

وقد استخلصت الأســهم المحفوظة عندما بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي أول تسهيل له، عندمــا قــام بالإحكام بتحقيق عائد تراكمي بمعدل ٥٥٪ على الســوق (باســتثناء الأرباح)، خــلال الفترة مــن فبراير ١٩٩٤م وحتى نهاية عــام ٢٠١٢م. ولقد حقق مســتثمرو الشراء والإمســاك عائداً بنســبة ٢١٢٪، أي ما يقرب من أربعة أضعاف. ويوجد سبب وجيه لعدم رد فعل الأســهم على سياســة بنك الاحتياطي الفيدرالي كما حــدث في الماضي. فلقد أصبح المســتثمرون مهيأين لمشــاهدة وتوقع سياســة بنك الاحتياطي الفيدرالي، الذي يخصم أثر إحكامــه ورخاءه في الســوق. وإذا توقع المســتثمرون أن يقوم بنــك الاحتياطي الفيدرالي بتحقيق الاســتقرار الاقتصادي، ســوف يبني ذلك على أسعار الأسهم قبل وقت طويل، حتى من بدء بنك الاحتياطي الفيدرالي في اتخاذ الإجراءات الخاصة بالاستقرار.

الأسهم كوسيلة لمواجهة التضخم:

عــلى الرغم من أنــه يوجد لدى البنك المركزي القدرة عــلى تهدئة (ولكن ليس القضاء) الدورة التجارية، إلا أن سياسته لها التأثير الأكبر على التضخم. وكما ذكر أعلاه؛ إن التضخم عام ١٩٧٠م كان نتيجة للتوسع المفرط في المعروض النقدي، الذي قام به البنك المركزي علي أمل أنه يمكن أن يعوض تأثير القيود الخاصة بالمعروض من نفط أوبك. ولقد أدت السياسة النقدية التوســعية إلى حدوث التضخم لمســتويين رقميين في معظم الاقتصادات الصناعية، وبلغ ذروته بنسبة ١٣٪ سنوياً في الولايات المتحدة وتجاوز ٢٤٪ في المملكة المتحدة.

وعلى النقيض من عوائد الأصول ذات الدخل الثابت، تشــير الأدلة التاريخية بأن عوائد الأســهم عــلى مدى فترات زمنيــة طويلة كانت تواكــب التضخم. ونظراً لأن الأســهم هي مطالبــات عــلى أرباح الأصول الحقيقية - الأصول التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بســعر الســلع والخدمات التي تنتجها، يجب أن يتوقع الفرد أن العوائد طويلة المدي لن تتضرر بالتضخم.

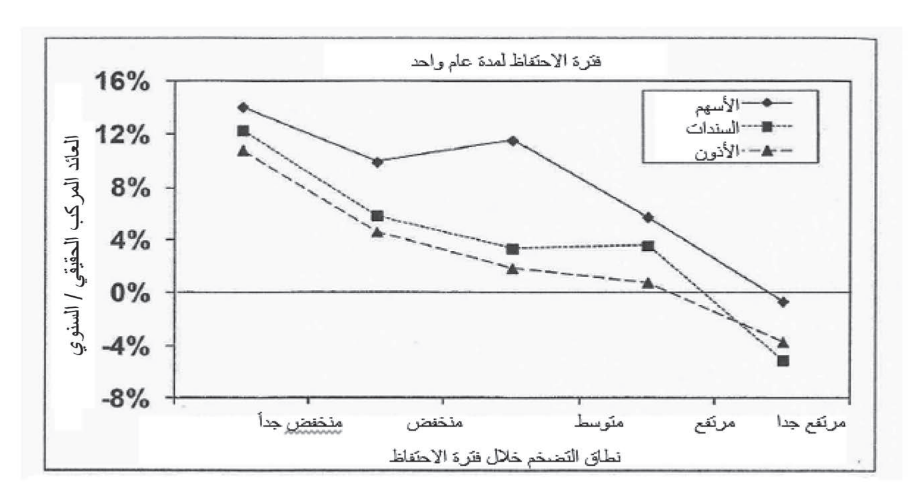
فعلي سبيل المثال، كانت الفترة منذ الحرب العالمية الثانية أكثر فترة تضخم في التاريخ، ولقد طابقت العوائد الحقيقية على الأسـهم تلك العوائد الخاصة ب١٥٠ عاماً ماضية. إن قدرة الأصل مثل الأسـهم على الحفاظ على قدرته الشرائية خلال فترات التضخم، تجعل الأسـهم قادرة على مواجهة التضخم.

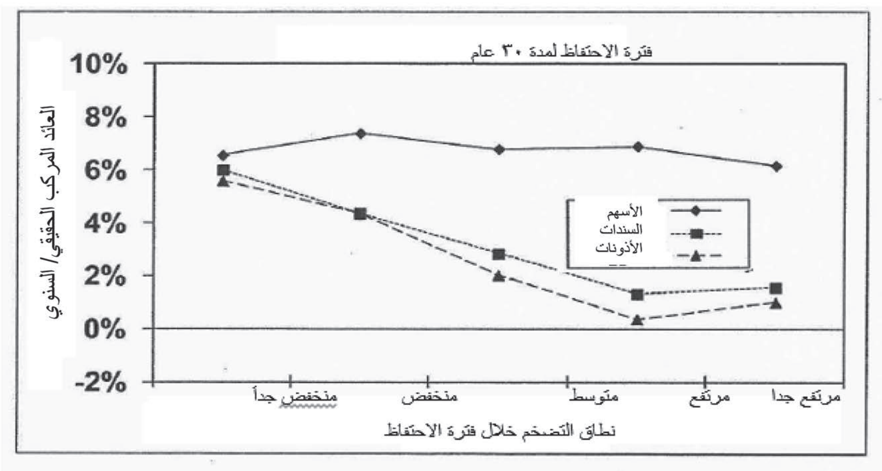
في الواقع، لقد تم الثناء على الأسـهم على نطاق واسـع عام ١٩٥٠م؛ نظراً لقدرتها على مواجهة ارتفاع أسـعار المسـتهلكين. وكما لوحظ في الفصل الحادي عشر، بقي العديد من المسـتثمرين مع الأسـهم في ذلك الوقت، على الرغم من رؤية سـقوط توزيع الأرباح على الأسهم تحت معدل الفائدة على السندات طويلة المدي. ومع ذلك، في عام ١٩٧٠م تدمرت الأسـهم عن طريـق التضخم، وأصبح من غير الشـائع عرض الأسـهم كأداة فعالة لمواجهة التضخم.

ماذا يقول الدليل عن فاعلية الأسهم في مواجهة التضخم. يوضح الشكل (١٤-٣) عوائد التراكم السنوي على الأسهم والسندات وأذون الخزانة، مقابل التضخم خلال فترات احتفاظ من عام و٣٠ عاماً، من عام ١٨٧١م وإلى ٢٠١٢م.

تُشـير البيانات إلى أن الأسهم أو السـندات أو الأذونات، ليست طوقاً جيداً قصير المدي لمواجهة التضخم. فلقد كانت العوائد الحقيقية قصيرة المدي على هذه الأصول المالية أعلي، عندمـا كانت معدلات التضخـم منخفضة، وانخفضت العوائد مع زيـادة التضخم. ولكن لم تتأثر العوائد الحقيقية للأسـهم عملياً بمعدل التضخم خـلال فترات طويلة. أما العوائد على السـندات على الجانب الآخر، فقد انخفضت خلف العوائد على الأسهم خلال كل فترة احتفاظ.

ولقد كان ذلك هو الاسـتنتاج الرئيسي الذي توصل إليه إيدجر ل. سـميث في كتابه عام ١٩٢٤م «الأسهم المشتركة كاستثمارات طويلة المدى». فلقد أوضح سميث أن الأسهم تفوق السندات في أوقات الهبوط إلى جانب ارتفاع الأسعار، حيث أخذ فترة ما بعد الحرب الأهلية وحتى قبل مطلع القرن كحالة اختبار. ولقد كانت النتائج التي توصل إليها سـميث قوية، واستمرت على مدي ٩٠ عاماً من البيانات.





الشكل (١٤-٣) فترة احتفاظ العوائد والتضخم، ١٨٧١م - ٢٠١٢م

لماذا تفشل الأسهم في مواجهة التضخم قصير المدى؟

ارتفاع معدلات الفائدة:

إذا كانت تمثل الأسـهم أصولاً حقيقية، فلـماذا تهبط مع مواجهة التضخم قصير المدي؟ يتمثل التفسـير الشـائع في أن التضخم يزيد معدلات الفائدة على السندات، ويؤدي ارتفاع

معدلات الفائدة إلى كساد أسعار الأسهم. بعبارة أخرى، يجب على التضخم أن ينزل أسعار الأسهم بشكل كافٍ؛ من أجل زيادة الأرباح أو عوائد الناتج لتطابق المعدلات المرتفعة المتاحة على السندات. وفي الواقع، يعد هذا هو الأساس المنطقي لنموذج بنك الاحتياطي الفيدرالي الموضح في الفصل الحادي عشر.

ومع ذلك، يعد هذا التفسير غير صحيح. فبالتأكيد، أن توقعات ارتفاع الأسعار تزيد من معدلات الفائدة. ولقد لاحظ إيرفينج فيشر، رجل الاقتصاد الأمريكي الشهير في أوائل القرن العشرين، أن المقرضين يسعون إلى حماية أنفسهم ضد التضخم، عن طريق إضافة التضخم المتوقع إلى معدل الفائدة الحقيقية التي يطلبون اقتراضها، ولقد سُمي هذا الاقتراح بمعادلة فيشر بعد اكتشافه[١١].

ولكن يرفع ارتفاع التضخم أيضاً من التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للمساهمين. وتعد الأسهم مطالبات بالأرباح الخاصة بالأصول الحقيقية، سواء أكانت هذه الأصول عبارة عن منتجات من الآلات أو العمالة أو الأرض أو الأفكار. ويؤدي التضخم إلى رفع تكاليف المدخلات، وبالتالي يزيد من أسعار المخرجات (وتعد هذه الأسعار في الحقيقة مقياساً للتضخم). ولذلك، سوف ترتفع أيضاً التدفقات النقدية المستقبلية مع ارتفاع مستويات الأسعار.

ويتضح أنه عند تأثير التضخم على أسعار المدخلات والمخرجات بشكل متساوٍ، فلا تتأثر القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية من الأسهم سلباً بالتضخم، حتى في ظل ارتفاع معدلات الفائدة، وسوف يعوض ارتفاع التدفقات النقدية المستقبلية ارتفاع معدلات الفائدة. ولذلك، ومع مرور الوقت، سوف يرتفع سعر الأسهم والأرباح والمخصصات إلى معدل التضخم، وسوف تكون نظرية العوائد من الأسهم هي الحل الأمثل لمواجهة التضخم.

التضخم غير الحيادي:

آثار جانب العرض:

يؤثر ثبات أسعار الأسهم بتوقفات معدل التضخم، عندما يكون التضخم نقدياً بمحض طبيعته على التكاليف والإيرادات على حد سواء. ولكن يوجد العديد من الظروف التي

لا يمكــن للأرباح فيها أن تتماشي مع التضخم. فلقد تراجعت الأســهم خلال الســبعينيات؛ نتيجة لزيادة تقييد معروض نفط أوبك بشــكل كبير مع تكاليف الطاقة، ولم تكن الشركات قادرة علي رفع أسعار إنتاجها بنسبة تصل إلى ارتفاع تكاليف مدخلات الطاقة الخاصة بها.

ولقد لوحظ في هذا الفصل أن تضخم الســبعينيات كان نتيجة للسياسة النقدية السيئة، التي تحاول تعويض الأثر الانكماشي لرفع أسعار نفط أوبك. ومع ذلك، ينبغي ألا نقلل من الضرر الناجم عن ارتفاع أســعار النفط على أرباح الشركات الأمريكية. فالشركات المصنعة الأمريكية التي كانت مزدهرة على مدي ســنوات بأســعار منخفضة للطاقة، لم تكن مجهزة تمامــاً للتعامــل مع ارتفاع تكاليف الطاقــة. ولقد أثر الركود الذي أعقــب أول أزمة لنفط أوبك على ســوق الأوراق المالية، وتراجعت الإنتاجية. وفي نهاية عام ١٩٧٤م هبطت أسعار الأسهم الحقيقية التي تم قياسها بمؤشر داو جونز الصناعي إلى ٦٥٪ من يناير ١٩٦٦م، والتي سجلت أكبر معدل انخفاض منذ انهيار عام ١٩٢٩م، وركض التشاؤم بعمق إلى ما يقرب من نصف الأمريكيين في أغسطس ١٩٧٤م، حيث اعتقدوا أن الاقتصاد يتجه نحو الانخفاض مثل الانخفاض الذي شهدته الأمة في الثلاثينيات[١٢].

وقد يؤدي التضخم إلى انخفاض أســعار الأسهم، مما يزيد من خوف المستثمرين من أن البنك المركزي ســوف يتخذ إجراءً تقييدياً؛ عن طريق رفع معدلات الفائدة الحقيقية قصيرة المدى. وغالباً ما يتبع هذه السياســات التقييدية بتباطــؤ اقتصادي، يؤدي أيضاً إلى خفض أسعار الأسهم.

ويرتبط التضخم في العديد من الأنظمة الاقتصادية وخاصة في البلدان الأقل نمواً، ارتباطاً وثيقاً بالعجز الكبير في ميزانية الحكومة والإنفاق الحكومي المفرط. ولذلك؛ غالباً ما يُشــير التضخــم إلى أن الحكومة تتخــذ دوراً كبيراً جداً في الاقتصاد، والذي يؤدي غالباً إلى انخفاض معــدلات النمــو، وانخفاض أرباح الشركات، وانخفاض أســعار الأســهم. وباختصار، يوجد العديد من الأســباب الاقتصادية الجيدة التي تجيب عن ســؤال: لماذا يجب أن تهبط أسعار الأسهم كاستجابة لزيادة التضخم؟

الضرائب على أرباح الشركات:

لا تعـد العوامـل الاقتصادية هي السـبب الوحيد الذي يجعل الأسـهم غير جيدة على المـدي القصير لمواجهة التضخم، حيث يعاقب قانون الضرائب الأمريكي المسـتثمرين خلال التضخم. ويوجد نوعان من المجالات الهامة التي يعمل ضمنها قانون الضرائب على حساب المساهمين: أرباح الشركات ومكاسب رأس المال.

يتم تشـويه الأرباح عن طريق الممارسات المحاسـبية القياسية والمقبولة، التي لا تأخذ في اعتبارهـا أثار التضخم على أرباح الشركات، ويظهر هذا التشـوه بشـكل أسـاسي في معالجة الاهتـلاك، وتقييم المخزون وتكاليف الفائـدة. ويعتمد انخفاض قيمة المنشـآت والمعدات والاسـتثمارات الرأسـمالية الأخرى على التكاليـف التاريخية، ولا يتم تعديـل هذه الجداول الاسـتهلاكية لأي تغيير في أسعار رأس المال، التي يمكن أن تحدث خلال حياة الأصول. ويزيد التضخم من تكلفة رأس المال، ولكن لا يقوم الاهتلاك المُعلن بأي تعديل للتضخم، ويتم تقليل بدلات الاستهلاك. ومبالغة الأرباح الخاضعة للضريبة، تترك الشركات بفواتير ضرائب مرتفعة.

ولكـن لا يعد الاهتلاك المصدر الوحيد للتحيز في الأرباح المعلنة. فعند حسـاب تكلفة البضائع المباعة، يجب أن تسـتخدم الشركات التكلفة التاريخية، إما بطرق حساب المخزون «الوارد أولاً يصرف أولاً» أو «الوارد أخيراً يصرف أولاً». وفي البيئة التضخمية، تتسع الفجوة بين التكاليف التاريخية وأسعار البيع، مما ينتج عنه أرباح تضخمية للشركة. ولا تمثل هذه الأربـاح زيادة في طاقة الكسـب الحقيقـي للشركة، ولكنها تمثل فقط جـزءاً من رأس مال الشركة الذي يسمي المخزون، والذي يتحول ويدرك كربح نقدي. وتختلف محاسبة المخزون من رأس مال الشركة الآخر، مثل: الآلات والمعدات، والتي لا يعاد تقييمها بشـكل مسـتمر بهدف احتساب الأرباح.

وتدرك وزارة التجارة (الوكالة الحكومية المسؤولة عن جمع الإحصاءات الاقتصادية) جيداً هذه التشوهات، وتحسب كلاً من تعديل الاهتلاك وتعديل تقييم المخزون في الدخل القومي وحسابات المنتج. ولكن لا تعترف خدمة الإيرادات الداخلية بأي من هذه التعديلات لأغراض الضريبة، وتلزم الشركات بدفع الضرائب على الأرباح المعلنة، حتى عندما تنحاز هذه الأرباح إلي أعلي من التضخم، وتزيد هذه التحيزات بفاعلية من معدل الضريبة على رأس المال.

التحيزات التضخمية في تكاليف الفائدة:

يوجد تشـوه تضخمي آخر لدمج الأرباح الذي لم يـرد في إحصاءات الحكومة، ويعتمد هذا التشـوه على المكون التضخمي لتكاليف الفائـدة. وعلى النقيض من الاهتلاك وأرباح المخزون، يؤدي إلى وجود تحيز انخفاضي في أرباح الشركات المعلنة خلال فترات التضخم.

وتقوم معظم الشركات برفع رأس المال، عن طريق إصدار أصول دخل ثابتة، مثل: السندات والقروض المصرفية. وترفع هذه القروض من أصول الشركة، حيث إن أي أرباح تتجاوز خدمة الدين تذهب إلى المسـاهمين. وفي البيئة التضخمية، ترتفع تكاليف الفائدة الاسـمية، حتى وإن كانت لا تزال تكاليف الفائدة الحقيقية دون تغيير، ولكن يتم حسـاب أرباح الشركات عن طريق خصم تكاليف الفائدة الاسمية، التي تبلغ تكاليف الفائدة الحقيقية للشركة. ومن ثم، تنخفض أرباح الشركة المعلنة مقارنة بالأرباح الاقتصادية الحقيقية.

وفي الواقـع، تقوم الشركة بتسـديد الديون بالـدولار المنخفض. ولذلـك؛ يقابل ارتفاع مصروفات الفائدة الاسـمية بانخفاض في القيمة الحقيقية لسندات وقروض الشركة. ولكن هـذا الانخفاض في المديونيـة الحقيقية، لا يعلن عنه في أي التقاريـر الربحية الصادرة عن الشركـة. أما بالنسـبة للشركات ذات النفوذ العـالي، يمكن لهذا التحيز أن يفوق بسـهولة تحيزات المخزون والانخفاض. وللأسف، ليس من السهل تحديد تحيز النفوذ؛ لأنه ليس من السهل فصل تكلفة حصة الفائدة بسبب التضخم من معدلات الفائدة الحقيقية.

ضرائب المكاسب الرأسمالية:

يتم دفع ضرائب المكاسـب الرأسـمالية في الولايات المتحـدة الأمريكية على الفرق بين تكلفـة الأصول وسـعر البيع، مع عدم القيـام بأي تعديل لتأثير التضخـم على كمية الربح الحقيقي. ومن ثم، في حالة ارتفاع قيمة الأصول مع التضخم، يقوم المستثمر بتراكم الالتزام الضريبي الذي يجب دفعه عند بيع الأصول، سواء أدرك المستثمر أو لم يدرك الربح الحقيقي. ويعني ذلك أن الأصول التي تقدر بمعدل أقل من التضخم، سوف تخضع لضريبة على البيع، مما يعني أن المستثمر سيكون في أسوأ حالاته في الفترات الحقيقية.

ولقد أوضح الفصل التاسـع أن قانون الضرائب كان له تأثير كبير على المستثمرين الذين أدركـوا العوائـد الحقيقيـة للضريبة. وحتى مع معـدل التضخم المعتدل الـذي يبلغ ٣٪،

سوف يعاني المستثمر ذو فترة الاحتفاظ المتوسطة التي تبلغ خمس سنوات، من انخفاض ٦٠ نقطة أساسية (مئات من النقطة المئوية) في متوسط العوائد الحقيقية بعد سداد الضرائب، مقارنةً بالعوائد بعد سداد الضريبة التي أدركها حين كان معدل التضخم صفراً. وإذا ارتفع معدل التضخم إلى ٦٪، سوف يكون فقدان العائد أكثر من ١١٢ نقطة أساسية.

إن لضريبة التضخم تأثيراً أكثر خطورة على العوائد الحقيقية بعد سداد الضرائب المدركة، عندما تكون فترة الاحتفاظ قصيرة مقارنة بفترة الاحتفاظ الطويلة. ويرجع ذلك إلى أنه كلما اشتري أو باع المستثمر الأصول، كلما استطاعت الحكومة الحصول على ضرائب المكاسب الرأسمالية الاسمية. ومع ذلك، وحتى بالنسبة للمستثمرين على المدي الطويل، تقلل ضريبة الأرباح الرأسمالية من العوائد الحقيقية في أوقات التضخم.

الخاتمة:

يوثق هذا الفصل دور النقود في الاقتصاد والأسواق المالية. فقبل الحرب العالمية الثانية، لم يكن التضخم المتواصل موجوداً في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية الأخرى. ولكن عندما تم التخلي عن معيار الذهب خلال الكساد الكبير، تمت السيطرة على النقود من قبل البنوك المركزية. ومع عدم ربط الدولار بالذهب، حدث التضخم وليس الانكماش، والذي مثّل مشكلة كبيرة سعت البنوك المركزية إلى السيطرة عليها.

ويتمثل الهدف من هذا الفصل في توضيح أن الأسهم لا تعد طوقاً جيداً مقابل التضخم على المدي القصير. ومع ذلك، لا تعد الأصول المالية كذلك أيضاً. فعلي المدي الطويل، تعد الأسهم طوقاً جيداً جداً مقابل التضخم، في حين لا تعد السندات كذلك. كما تعد الأسهم هي الأفضل في الأصول المالية في حالة الخوف من التضخم السريع، حيث يمكن للعديد من الدول ذات التضخم المرتفع أن تظل أسواق الأوراق المالية فيها قابلة للبقاء إن لم تكن مزدهرة. وعلى الجانب الآخر، لا يمكن للأصول ذات الدخل الثابت حماية المستثمرين من الإصدار المفرط للمال من قِبل الحكومة.

ولحسن الحظ بالنسبة للمستثمرين، تتعهد البنوك المركزية حول العالم بالحفاظ على انخفاض التضخم، ولقد نجحوا في تحقيق ذلك إلى حد كبير. ولكن إذا حدث التضخم مرة أخرى، سوف يقوم المستثمرون بأفضل ما عندهم في الأسهم بالمقارنة مع السندات.

الهوامش:

1. Martin Zweig, Winning on Wall Street, updated ed., New York: Warner Books, 1990, p.43.
2. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," U.S. News & World Report, June 30,1994, p.59.
3. "World Crisis Seen by Vienna Bankers," New York Times, September 21,1931, p. 2.
4. "British Stocks Rise, Pound Goes Lower," New York Times, September 24,1931, p. 2.
5. The year-over-year inflation declined to minus 2.1 percent in July 2008 on the heels of the collapse in oil prices, but for the full calendar year there was no deflation during the recession that followed the financial crisis.
6. When the government issued non-gold-backed money during the Civil War, the notes were called "greenbacks" because the only "backing" was the green ink printed on the notes. Yet just 20 years afterward, the government redeemed every one of those notes in gold, completely reversing the inflation of the Civil War period.
7. "We Start," Business Week, April 26, 1933, p. 32.
8. Economic Report of the President, Washington, D.C: Government Printing Office, 1965, p. 7.
9. Economic Report of the President, Washington, D.C: Government Printing Office, 1969, p. 16.
10. In 2000, Congress allowed the Humphrey-Hawkins Act to lapse, but legislation still required the Federal Reserve chairman to report biannually to Congress.
11. See Irving Fisher, The Rate of Interest, New York: Macmillan, 1907. The exact Fisher equation for the nominal rate of interest is the sum of the real rate plus the expected rate of inflation plus the cross product of the real rate and the expected rate of inflation. If inflation is not too high, this last term can often be ignored.
12. Gallup poll taken August 2-5, 1974.



الفصل الخامس عشر
الأسهم والدورة التجارية

لقد تنبأت سوق الأوراق المالية بتسعة من الركودات الخمسة الأخيرة.

بول ساموبلسون، ١٩٦٦م[١].

أود أن أكون قادراً على التنبؤ بالأسـواق وتوقع الركود. ولكن نظراً لصعوبة هذا الأمر، أكون راضياً عن البحث عن الشركات الرابحة مثل شركة بيوفت.

بيتر لينش، ١٩٨٩م[٢].

خبير اقتصادي يحظى بالاحترام على وشـك مواجهة مجموعة كبيرة من المحللين الماليين، ومستشـاري الاسـتثمار، والمسـاهمين، ويوجد اهتمام واضح لدى الجمهور، ويرتفع سوق الأوراق المالية إلى مسـتويات قياسـية يوميـاً تقريباً، ويدفع لخفـض توزيعات الأرباح إلى مسـتويات قياسية، ويرسـل معدلات الأسعار والأرباح إلى عنان السـماء. هل هذا الاتجاه التصاعـدي مـبرراً؟ يريد الجمهور معرفة ما إذا كان الاقتصاد يسـير حقاً بنحو جيد بما فيه الكفاية، لدعم هذه الأسعار المرتفعة للأسهم.

وتعـد معالجة رجـل الاقتصاد متفائلة للغايـة، حيث يتوقع أن إجـمالي الناتج المحلي الحقيقـي في الولايات المتحدة سـوف يزيد إلى حـوالي ٤٪ خلال الأربـاع الأربعه القادمة، بمعـدل نمو جيد جداً، ولـن يكون هناك ركود لمدة ثلاث سـنوات. وإذا حدث الركود بعد ذلك، فسـوف يكون مختصراً جداً، وسوف تزيد أرباح الشركات التي تحد من أحد العوامل الرئيسـية الدافعة لأسعار الأسهم بمعدلات سنوية مضاعفة، على الأقل خلال الثلاث سنوات المقبلة. وكتمهيد، قد توقع أن الجمهوري سوف يفوز بالبيت الأبيض بسهولة في الانتخابات الرئاسية العام المقبل، والتي تعد حالة مريحة تماماً للأغلبية الساحقة من جمهور المحافظين، هذا الحشـد يحب بوضوح ما يسمعه، وكان العديد من المستشارين على استعداد لتوصية عملائهم بزيادة حصصهم في الأسهم.

ويُعـد صيـف ١٩٨٧م هو وقت هذه المواجهة، مع اسـتعداد سـوق الأوراق المالية في التعرض لأشـد هبوط له في التاريخ، بما في ذلك انخفاض الأرقام القياسـية بنسـبة ٢٣٪ في التاسع عشر من أكتوبر عام ١٩٨٧م. وخلال أسابيع قليلة يمكن شراء معظم الأسهم بحوالي نصف الثمـن المدفوع في وقت المواجهة، ولكن المهزلة الكبرى من ذلك كله هي وفاة رجل الاقتصاد الذي كان محقاً في كل توقعاته الاقتصادية الصاعدة.

هذا الفصل مستمد من ورقة العمل «هل يفيد المستثمرون التنبؤ بالدورة الاقتصادية؟» والتـي نـشرت لي في «Journal of portfolio Management» مجلـد ١٨، (Fall 1991) ص ٢٧ - ٣٤، واسـتفدت في إعـداد المـادة من مناقشـتي مع البرفسـور بول ساميلسـون Paull Samuelson.

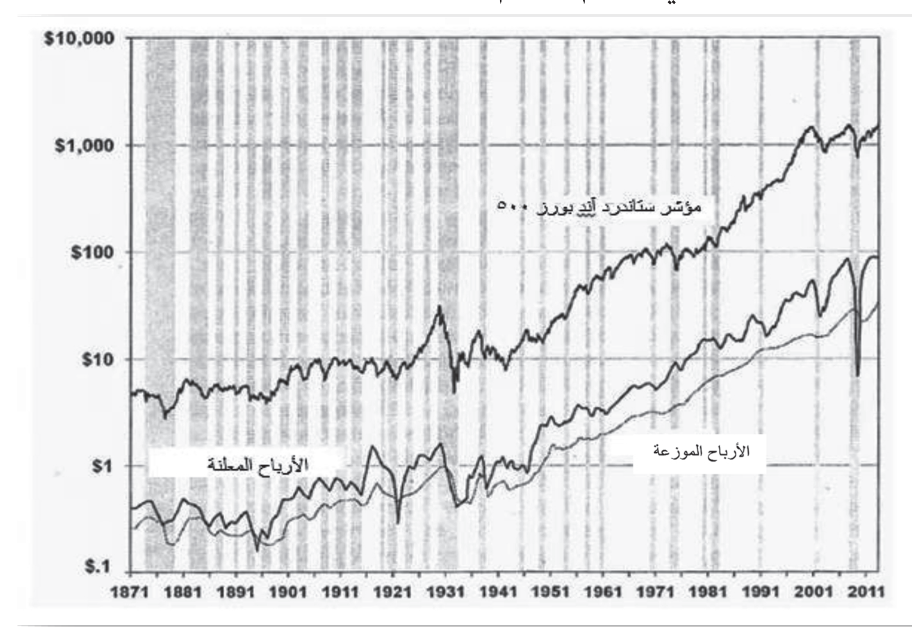
ويتمثل الدرس في أن الأسواق والاقتصاد غالباً ما تكون خارج التزامن. وليس من الغريب أن العديد من المسـتثمرين رفضوا التوقعات الاقتصادية عند التخطيط لإستراتيجية السوق الخاصة بهم. ولا تزال خلاصة الكلمات الشهيرة لبول سامويلسون التي تم الاستشهاد بها في بداية هذا الفصل صحيحة، بعد أكثر من خمسة وأربعين عاماً من قولها.

ولكن لا ترفض الدورة التجارية بسرعة جداً عند القيام بفحص المحفظة الخاصة بك؛ فما زال سوق الأوراق المالية يستجيب إلى حد ما بقوة جداً إلى التغيرات في النشاط الاقتصادي. ويوضح الشـكل (١٥-١) الاسـتجابة لمؤشر سـتاندرد وبورز ٥٠٠ للدورة التجارية منذ عام ١٨٧١م فصاعداً. ولقد بدأت الأسـهم في الانخفاض كثيراً قبل فترات خفض السـعر، والتي تشـير إلى الركود. والتجمع بشـكل صارم من دلائل التعافي الاقتصادي الوشـيك. وإذا كان يمكنك التنبؤ بالدورة التجارية، فيمكنك التغلب على إستراتيجية الشراء والاحتفاظ التي تم الدعوة إليها في هذا الكتاب.

ولكن لا تعد هذه مهمة سهلة. فمن أجل كسب المال عن طريق التنبؤ بالدورة التجارية، يجـب أن تكون قادراً عـلى التعرف على أوقات الذروة والهبوط في النشـاط الاقتصادي قبل حدوثهـا بالفعل. مهـارة قليلة جداً إذا كان يمتلكها أي رجل اقتصـادي. وتعد عملية التنبؤ بالدورة التجارية شائعة، ليس لكونها عملية ناجحة - في معظم الأوقات لا تكون كذلك، ولكن لأن المكاسب تكون كبيرة جداً، إذا كان بإمكانك تحديد نقطة التحول في الدورة التجارية.

من يعلن الدورة التجارية؟

إنــه لمن المدهش للعديــد من الأفراد عدم تحديد تاريخ الــدورة التجارية، من قِبل أي جهــة حكومية تقــوم بجمع البيانــات الاقتصادية. وبدلاً من ذلك، تقــع هذه المهمة على عاتــق المكتب الوطنــي للبحث الاقتصادي، والذي يعد منظمة أبحاث خاصة تم إنشــاؤها عام ١٩٢٠م؛ بهدف توثيق الدورات التجارية وتطوير سلسلة من حسابات الدخل القومي. وفي الســنوات الأولي من إنشــاء هذا المكتب، قام موظفو المكتب بجمع الســجلات الزمنية الشــاملة، والخاصة بالتغيرات في الظروف الاقتصادية في العديد من الاقتصاديات الصناعية، وقام المكتب بشــكل خاص بتطوير سلسلة شهرية من النشــاط التجاري للولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا العظمي إلى عام ١٨٥٤م.



الشكل (١٥-١): أسعار الأسهم والأرباح، والأرباح الموزعة والركود، ١٨٧١م - ٢٠١٢م

في مجلد عام ١٩٤٦م بعنوان «قياس الدورات التجارية»، قام كل من ويسلي ميتشل أحد مؤســسي المكتب، وآرثر بيرنز أحد أبرز الخبراء في مجال الدورة التجارية، الذي ترأس لاحقاً مجلس الاحتياطي الفيدرالي، بتقديم التعريف التالي عن الدورة التجارية:

«الـدورات التجاريـة هي نوع مـن التذبذب، وجد في إجمالي النشـاط الاقتصادي للدولة التي تقوم بتنظيم عملها بشـكل أسـاسي في المؤسسـات التجارية. وتتكون الدورة من التوسـع الـذي يحدث تقريباً في نفس الوقت في العديد من الأنشـطة الاقتصادية، يليه الركود العام على نحو مشـابه، أو التقلصات، والانتعاش الذي يندمج في مرحلة التوسع الخاصة بالدورة القادمة. ويعـد هذا التتابع من التغـيرات متكرراً، ولكنه غـير دوري. وتختلف مدة الدورات التجارية من سـنة إلى عشر أو اثنتي عشرة سنة، كما أنها لا تنقسم إلى دورات أقصر ذات طابع مماثل»[٣].

وأنـه لمن المفترض عادةً أن الركـود يحدث عند انخفاض إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، الـذي يعد المقياس الأكثر شـمولاً للناتج الاقتصادي لربعين متتاليـين، ولكن ليس بالضرورة أن يكـون الأمـر كذلك. وعلى الرغم من أن هذا المعيار هو قياس تقريبي معقول يدل على الركـود، إلا أنه لا توجد قاعدة واحدة أو مقياس واحد مسـتخدم من قِبل المكتب الوطني للبحـوث الاقتصادية. وبدلاً من ذلك، يركز المكتب على أربعة مجموعات مختلفة لتحديد نقاط التحول في الاقتصاد: التوظيف، الناتج الصناعي، الدخل الشـخصي الحقيقي، والتصنيع الحقيقي والمبيعات التجارية.

ولقـد أكدت لجنة تأريخ الـدورة التجارية للمكتب القومي للبحـوث الاقتصادية على مواعيـد الدورات التجارية. وتتكون اللجنـة من خبراء الاقتصاد الأكاديميين الذين يرتبطون بالمكتب، والذين يلتقون لفحص البيانات الاقتصادية كلما سـمحت الظروف بذلك. وخلال الفـترة من ١٨٠٢م وحتى ٢٠١٢م، تعرضت الولايـات المتحدة الأمريكية إلى ٤٧ حالة ركود، وبلغ متوسـط فترات الركود تسعة عشر شهراً تقريباً، في حين بلغ متوسط التوسعات أربعة وثلاثين شـهراً[٤]. ويعني ذلك أنه على مدي الـ ٢١٠ سـنة، كان تقريباً ما يزيد قليلاً عن ثلث وقـت الاقتصـاد في حالة ركود. ومع ذلك، منذ الحرب العالمية الثانية، حدثت إحدى عشرة حالة ركود، بمتوسـط ١١,١ شـهراً في الطول، في حين بلغ متوسـط التوسـعات ٥٨,٤ شهراً. ولذلك؛ في فترة ما بعد الحرب، كان الاقتصاد في حالة من الركود لمدة أقل من سدس الوقت، عن متوسط ما قبل الحرب.

ويعـد تأريـخ الدورة التجارية مسـألة مهمة للغاية. فتحديـد أن الاقتصاد في حالة من الركود أو التوسع له آثار ومضامين سياسية واقتصادية. فعلي سبيل المثال، عندما دعا المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية إلى بداية ركود ١٩٩٠م في يوليو بدلاً من أغسـطس، قد تسـبب ذلـك في صدمة عدد قليل من الأشـخاص في واشـنطن. ويرجع ذلـك إلى أن إدارة بوش قد أبلغت الجمهور أن غزو العراق للكويت والارتفاع الكبير في أسعار النفط، كانا مسؤولَين عن حـدوث الركود الاقتصادي. ولقد تم تقويض هذا التفسـير عندما قام المكتب بتاريخ بداية الركود قبل موعده بشـهر. وبالمثل، بدأ ركود عـام ٢٠٠١م في مارس عندما انخفض الإنفاق التكنولوجي بشكل كبير، وكذلك قبل وقوع الهجمات الإرهابية للحادي عشر من سبتمبر.

ولا تعـد لجنة تأريخ الدورة التجارية في عجلة مـن أمرها، للدعوة إلى نقاط التحول في الدورة، ولم تحدث الدعوة على العكس؛ بسبب البيانات الجديدة أو المنقحة التي أصبحت متوفرة - وأراد المكتب بقاءها على هذا النحو. وكما أشار روبرت هول، الرئيس الحالي للجنة تأريخ الدورة التجارية ذات السـبعة أعضاء إلى أن: «المكتـب الوطني للبحوث الاقتصادية لم يقم بعمل إعلان عن ذروة الدورة التجارية أو هبوطها؛ حتى لا يكون هناك أي شك من أنه لم يتم مراجعة البيانات في ضوء البيانات المتوافرة لاحقاً»[٥].

وتشـير الأمثلة الحالية لتأريخ المكتـب الوطني للبحوث الاقتصاديـة إلى هذه النقطة. ولم يتـم الدعـوة إلى تدهـور مارس ١٩٩١م حتى مضي ٢١ شـهراً في ديسـمبر ١٩٩٢م، ولم يتـم الدعوة إلى ركود نوفمبر ٢٠٠١م حتى يوليو ٢٠٠٣م. ولم يتم الدعوة إلى ذروة توسـع ٢٠٠٢م - ٢٠٠٧م حتى ديسـمبر ٢٠٠٨م، بعد سـنة واحدة من بدئها، وكذلك بعد أن أثرت أزمة ليمان على الأسواق المالية وأدت إلى هبوط الأسهم. ويتضح أن انتظار المكتب كي يقوم بتحديد الدورة التجارية، يُعد أبعد ما يكون عن أي استخدام في توقيت السوق.

عوائد الأسهم حول نقاط تحول الدورة التجارية:

تقريباً، وبدون أي اسـتثناء، تتحول سوق الأوراق المالية إلى الهبوط قبل الركود، وترتفع قبل التعافي الاقتصادي. وفي الواقع، من سبعة وأربعين ركوداً مسجلة من ١٨٠٢، هناك ثلاثة وأربعون حالة ركود، أو أكثر من ٩ من ١٠ قد سبقت أو ترافقت بانخفاض بنسبة ٨٪ أو أكثر في المؤشر الإجمالي لعوائد الأسـهم. وجاءت حالتان استثنائيتان تلت الحرب العالمية الثانية:

ركود ١٩٤٨م - ١٩٤٩م الذي أعقب الحرب مباشرة، وركود ١٩٥٣م عندما تراجعت الأسهم بمعيار حوالي ٨٪.

ويلخص الجدول (١٥-١) سلوكيات تراجع لإحدى عشرة حالة ركود بعد الحرب العالمية الثانية. ويمكنك أن ترى أن مؤشر تراجع الأسهم قد بلغ ذروته في أي مكان من صفر إلى ثلاثة عشر شهراً قبل بداية الركود. ويعد الركود الذي بدأ في يناير ١٩٨٠م وركود يوليو ١٩٩٠م، حالتي ركود لم يعطِ فيهما سوق الأوراق المالية أي تحذير مسبق من التدهور الاقتصادي.

جدول (١٥-١): أسعار الأسهم وذروات الدورة التجارية، ١٩٤٨م - ٢٠١٢م

الركود	ذروة مؤشر السهم (١)	ذروة الدورة التجارية (٢)	المهلة الزمنية بين الذروتين (٣)	الانخفاض في مؤشر السهم من (١) إلى (٢)	أعلى انخفاض للأسهم في اثني عشر شهراً
١٩٤٨ - ١٩٤٩	مايو ١٩٤٨	نوفمبر ١٩٤٨	٦	-٨,٩١٪	-٩,٧٦٪
١٩٥٣ - ١٩٥٤	ديسمبر ١٩٥٢	يوليو ١٩٥٣	٧	-٤,٢٦٪	-٩,٠٤٪
١٩٥٧ - ١٩٥٨	يوليو ١٩٥٧	أغسطس ١٩٥٧	١	-٤,٨٦٪	-١٥,٣٢٪
١٩٦٠ - ١٩٦١	ديسمبر ١٩٥٩	إبريل ١٩٦٠	٤	-٨,٦٥٪	-٨,٦٥٪
١٩٧٠	نوفمبر ١٩٦٨	ديسمبر ١٩٦٩	١٣	-١٢,٠٨٪	-٢٩,١٦٪
١٩٧٣ - ١٩٧٥	ديسمبر ١٩٧٢	نوفمبر ١٩٧٣	١١	-١٦,٢٩٪	-٣٨,٨٠٪
١٩٨٠	يناير ١٩٨٠	يناير ١٩٨٠	٠	٠,٠٠٪	-٩,٥٥٪
١٩٨١ - ١٩٨٢	نوفمبر ١٩٨٠	يوليو ١٩٨١	٨	-٤,٠٨٪	-١٣,٩٩٪
١٩٩٠ - ١٩٩١	يوليو ١٩٩٠	يوليو ١٩٩٠	٠	٠,٠٠٪	-١٣,٨٤٪
٢٠٠١	أغسطس ٢٠٠٠	مارس ٢٠٠١	٧	-٢٢,٩٤٪	-٢٦,٥٥٪
٢٠٠٧ - ٢٠٠٩	أكتوبر ٢٠٠٧	ديسمبر ٢٠٠٧	٢	-٤,٨٧٪	-٤٧,٥٠٪
		المتوسط	٥,٤	-٧,٩٠٪	-٢٠,٢٠٪

كما يشير اقتباس ساموليسون في بداية هذا الفصل إلى أن سوق الأوراق المالية عُرضة أيضاً للإنذارات الكاذبة، ولقد زاد هذا الأمر في فترة ما بعد الحرب. ويوضح الجدول (١٥-٢) التراجع لأكثر من ١٠٪ في المتوسط لمؤشر داو جونز الصناعي خلال فترة ما بعد الحرب،

والتي لم تليها أية فترات ركود (إنذارات كاذبة). ويعد التراجع بنسبة ٣٥,١٪ من أغسطس وحتى الأول من سبتمبر ١٩٨٧، هو أكبر انخفاض في تاريخ الـ ٢١٠ سنة من عوائد الأسهم، عندما لم يحدث للاقتصاد أي ركود في وقت لاحق[٦].

ويوضح الجدول (١٥-٣) مقارنة للهبوط في مؤشر تراجع الأسهم، والهبوط في الدورة التجارية للمكتب الوطني للبحوث الاقتصادية.

ويعد متوسط المهلة بين أدنى سوق وأدنى انتعاش اقتصادي حوالي ٤,٦ شهراً، وكان متوسط وقت المهلة في ثمانية من إحدى عشرة حالة ركود، ذات نطاق ضيق للغاية من أربعة إلى ستة أشهر، ويقارن ذلك بمتوسط ٥,٤ شهراً في الذروة التي تسبق السوق بذروة الدورة التجارية. ويوضح الوقت بين ذروة السوق وذروة الاقتصاد، تقلب أكبر عن الوقت بين تدهور السوق وتدهور الاقتصاد[٧].

الجدول (١٥-٢): الإنذارات الكاذبة لركود سوق الأوراق المالية، ١٩٤٥م - ٢٠١٢م

ذروة مؤشر الأسهم	النقطة الدنيا لمؤشر الأسهم	الانخفاض٪
٢٩ مايو ١٩٤٦	١٧ مايو ١٩٤٧	- ٢٣,٢٪
١٣ ديسمبر ١٩٦١	٢٦ يوليو ١٩٦٢	- ٢٧,١٪
١٨ يناير ١٩٦٦	٢٩ سبتمبر ١٩٦٦	- ٢٢,٣٪
٢٥ سبتمبر ١٩٦٧	٢١ مارس ١٩٦٨	- ١٢,٥٪
٢٨ أبريل ١٩٧١	٢٣ نوفمبر ١٩٧١	- ١٦,١٪
١٧ أغسطس ١٩٧٨	٢٧ أكتوبر ١٩٧٨	- ١٢,٨٪
٢٩ نوفمبر ١٩٨٣	٢٤ يوليو ١٩٨٤	- ١٥,٦٪
٢٥ أغسطس ١٩٨٧	٤ ديسمبر ١٩٨٧	- ٣٥,١٪
٦ أغسطس ١٩٩٧	٢٧ أكتوبر ١٩٩٧	- ١٣,٣٪
١٧ يوليو ١٩٩٨	٣١ أغسطس ١٩٩٨	- ١٩,٣٪
١٩ مارس ٢٠٠٢	٩ أكتوبر ٢٠٠٢	- ٣١,٥٪
٢٦ أبريل ٢٠١٠	٢ يوليو ٢٠١٠	- ١٣,٦٪
٢٩ أبريل ٢٠١١	٣ أكتوبر ٢٠١١	- ١٦,٨٪

انخفاضات ما بعد الحرب لحوالي ١٠٪ أو أكثر بالمتوسط لداو جونز الصناعي، عندما لم يتبع بركود خلال اثني عشر شهراً.

جدول (١٥-٣): أسعار الأسهم والنقاط الدنيا للدورة التجارية، ١٩٤٨م - ٢٠١٢م

الركود	تدهور مؤشر السهم (١)	تدهور الدورة التجارية (٢)	المهلة الزمنية بين الذروتين (٣)	الارتفاع في مؤشر السهم من (١) إلى (٢)
١٩٤٨ - ١٩٤٩	مايو ١٩٤٩	أكتوبر ١٩٤٩	٥	٪١٥,٥٩
١٩٥٣ - ١٩٥٤	أغسطس ١٩٥٣	مايو ١٩٥٤	٩	٪٢٩,١٣
١٩٥٧ - ١٩٥٨	ديسمبر ١٩٥٧	أبريل ١٩٥٨	٤	٪١٠,٢٧
١٩٦٠ - ١٩٦١	أكتوبر ١٩٦٠	فبراير ١٩٦١	٤	٪٢١,٢٥
١٩٧٠	يونيو ١٩٧٠	نوفمبر ١٩٧٠	٥	٪٢١,٨٦
١٩٧٣ - ١٩٧٥	سبتمبر ١٩٧٤	مارس ١٩٧٥	٦	٪٣٥,٦٠
١٩٨٠	مارس ١٩٨٠	يوليو ١٩٨٠	٤	٪٢٢,٦٠
١٩٨١ - ١٩٨٢	يوليو ١٩٨٢	نوفمبر ١٩٨٢	٤	٪٣٣,١٣
١٩٩٠ - ١٩٩١	أكتوبر ١٩٩٠	مارس ١٩٩١	٥	٪٢٥,٢٨
٢٠٠١	سبتمبر ٢٠٠١	نوفمبر ٢٠٠١	٢	٪٩,٧٢
٢٠٠٧ - ٢٠٠٩	مارس ٢٠٠٩	يونيو ٢٠٠٩	٣	٪٣٧,٤٤
		المتوسط	٤,٦	٪٢٣,٨١
		الانحراف المعياري	١,٨٠	٪٩,٥١

ومن المهم أن نلاحظ أنه في الوقت الذي وصل فيه الاقتصاد إلى نهاية الركود، ارتفع سوق الأوراق المالية إلى ٢٣,٨٪ في المتوسط. ولذلك، فالمستثمر الذي ينتظر دليلاً ملموساً عن وصول الدورة الاقتصادية إلى أدنى مستوياتها، يكون قد أضاع بالفعل فرصة ارتفاع السوق بشكلٍ كبير. وكما ذكر أعلاه، لم يعلن المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية على تواريخ نهاية الركود حتى مضت عدة أشهر بعد تحول الاقتصاد.

المكاسب من خلال توقيت دورات الأعمال التجارية:

أظهرت دراساتي أنه إذا تمكن المستثمرون من التنبؤ مقدماً ببداية ونهاية الركود، يمكنهم التمتع بعوائد مجزية للعوائد التي تم الحصول عليها من قِبل مستثمري الشراء والاحتفاظ[٨]. وعلى وجه التحديد، إذا تحول المســتثمر من الأسهم إلى النقد (السندات قصيرة المدى)، قبل بدء الركود بأربعة أشــهر وعاد إلى الأسهم قبل نهاية الركود بأربعة أشهر، يمكنه أن يربح ٥٪ نقطة سنوياً على أساس تصحيح الخطر خلال مستثمر الشراء والاحتفاظ. ويعد ما يقرب من ثلثي هذا المكسب نتيجة للتنبؤ بنهاية الركود. كما يوضح الجدول (١٥-٣)، أن سوق الأوراق المالية قد وصل أدنى مستوى بين أربعة وخمسة أشهر قبل نهاية التدهور الاقتصادي، والثلث الآخر أتى من بيع الأسهم قبل حدوث الذروة بأربعة أشهر. أما المستثمرون الذين تحولوا بين الأسهم والسندات في الأشهر التي حددها المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية كبداية ونهاية للركود، فقد كسبوا بالكاد عائد نصف نقطة مئوية عن مستثمر الشراء والاحتفاظ.

مامدى صعوبة التنبؤ بدورة الأعمال التجارية؟

إذا اســتطاع الفرد أن يتنبأ بالأوقات التي ســيحدث فيها الركود، سوف تكون المكاسب كبيرة. ربما هذا هو الســبب الذي يعود إلى إنفــاق بليونات الدولارات من الموارد؛ لمحاولة التنبؤ بالدورة التجارية. ولكن ســجل نقاط التحول الخاصة بالتنبؤ بالدورة التجارية، يعد سيئاً للغاية.

ولقد قام ستيفن ماكنيز نائب رئيس البنك الاحتياطي الفيدرالي في بوسطن، بإجراء الكثير من البحوث المتعلقة بدقة توقعات التنبؤ الاقتصادية، وهو يري أن العامل الأســاسي في دقة التنبــؤ يتمثل في الفترة الزمنيــة التي يتم فيها عمل التوقعات. وباختصار، تعد نقاط تحول الدورة التجارية التي كانت فيها الأخطاء هائلة[٩]. وكما ذكر أعلاه، فإن نقاط التحول الخاصة بالدورة التجارية هي التي مكّنت المتنبئ من أن يكون محدداً ناجحاً للوقت في السوق.

ولقد كان ركود ١٩٧٤م - ١٩٧٥م صعباً بشكل خاص على خبراء الاقتصاد، وكان كل واحد مــن هــؤلاء بين ما يقرب من عشرين من كبار الاقتصاديــين في البلاد، الذين دعوا إلى مؤتمر الرئيس فورد لمكافحة التضخم في واشنطن في شهر سبتمبر ١٩٧٤م، لم يكونوا علي دراية بأن

الاقتصاد الأمريكي كان في خضم الركود في فترة ما بعد الحرب حتى الآن. ولقد وجد ماكينز الذي قام بدراسة التوقعات الصادرة من خمسة خبراء اقتصاديين بارزين عام ١٩٧٤م، أن متوسط التوقع قد بالغ في نمو إجمالي الناتج المحلي، بنسبة تصل إلى ٦ نقاط مئوية، واستهان بالتضخم بما يقرب من أربعة نقاط مئوية. ويعد الاعتراف المبكر بالركود عام ١٩٧٤م فقيراً للغاية؛ حيث صوب العديد من خبراء الاقتصاد أنظارهم نحو الركود القادم، الذي لم يحدث حتى عام ١٩٨٠م - في حين اعتقد معظم خبراء الاقتصاد أنه سوف يبدأ في أوائل عام ١٩٧٩م.

ولقد قام كل من روبرت إيجرت وبعده راندل مور من عام ١٩٧٦م وحتى عام ١٩٩٥م، بتوثيق وتلخيص التوقعات الاقتصادية التي لاحظها فريق من الخبراء الاقتصاديين وخبراء الأعمال، وتم تجميع هذه التوقعات ونشرها في نشرة شهرية تحت عنوان «مؤشرات بلو تشيب الاقتصادية».

ولقد أوضح التقرير لمؤشرات بلو تشيب الاقتصادية في يوليو ١٩٧٩م، أن أغلبية قوية من خبراء الاقتصاد تعتقد بأن الركود قد بدأ بالفعل، وتم التنبؤ بنمو إجمالي الناتج القومي سلبياً في الربع الثاني والثالث والرابع من عام ١٩٧٩م. ومع ذلك، أعلن المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية أن ذروة الدورة التجارية لم تحدث حتى شهر يناير ١٩٨٠م، وأن الاقتصاد قد توسع طوال عام ١٩٧٩م.

ولم تكن قدرة خبراء الاقتصاد على التنبؤ بالركود الشديد ١٩٨١م - ١٩٨٢م بحال أفضل، عندما وصلت البطالة في فترة ما بعد الحرب إلى زيادة بحوالي ١٠,٨٪. ولقد كان عنوان التقرير لمؤشرات بلو تشيب الاقتصادية في يوليو ١٩٨١م «التطلع للوفرة الاقتصادية لعام ١٩٨٢م». وبدلاً من ذلك، كان عام ١٩٨٢م يمثل كارثة. فبحلول نوفمبر ١٩٨١م أدرك خبراء الاقتصاد أن الاقتصاد قد تعثر، وتحول التفاؤل إلى تشاؤم، واعتقد الغالبية أن الاقتصاد قد دخل فترة الركود (التي حدثت قبل أربعة أشهر من وقت سابق)، وحوالي ٧٠٪ اعتقد أن هذا الركود سوف ينتهي مع الربع الأول من عام ١٩٨٢م (والذي لم يحدث، بدلاً من ربط السجل لأطول فترة ركود فيما بعد الحرب، انتهت في نوفمبر)، واعتقد ٩٠٪ أن هذا الركود سوف يكون معتدلاً مثل ركود عام ١٩٧١م، بدلاً من كونه ركوداً شديداً. وبالتالي، حدث الخطأ مرة أخرى!.

وفي أبريل عام ١٩٨٥م ومع التوسـع على قدم وسـاق، كان يستعلم خبراء الاقتصاد عن مدي التوسـع الذي سيكون عليه الاقتصاد، ولقد كان متوسط الاستجابة لمدة عشرين شهراً، والتي من شـأنها أن تضع الذروة في ديسـمبر عام ١٩٨٦م، قبل نهايـة الدورة بحوالي ثلاثة أعـوام ونصف. حتى خـبراء الاقتصاد الأكثر تفـاؤلاً حددوا ربيع عـام ١٩٨٨م بكونه آخر موعد لبدء الركود القام، ولقد تم طرح هذا السـؤال مراراً وتكراراً على مدار عامي ١٩٨٥م و١٩٨٦م، ولم يتخيل أي متنبئ أن توسع عام ١٩٨٠م قد يدوم طويلاً.

وبعد انهيار سـوق الأوراق الماليـة في أكتوبر عام ١٩٨٧م، قام خـبراء الاقتصاد بخفض تقديـرات نمو إجـمالي الناتج المحلي لعـام ١٩٨٨م خلال عام ١٩٨٧م مـن ٢,٨٪ إلى ١,٩٪، والذي يمثل أكبر انخفاض في تاريخ الأحد عشر عاماً من المسـح. وبدلاً من ذلك، بلغ النمو الاقتصـادي عام ١٩٨٨م حوالي ٤٪، وذلك توافقاً لنمو الاقتصاد بقوة بدلاً من انهيار سـوق الأوراق المالية.

ومع استمرار التوسع، في ظل الاعتقاد بأن الركود قد أصبح وشيكاً، تحول إلى الاعتقاد بأن الرخاء سـوف يبقى. ولقد عزز التوسع المسـتمر من القناعة المتزايدة بأن الدورة التجارية تتحكم بها السياسـات الحكومية وطبيعة الاقتصاد الخدمي الذي يتأثر بالركود. ولقد كتب إيـد ياردن، أحد كبار خبراء الاقتصاد في باش للأوراق المالية «بيان موجة جديدة» في أواخر عـام ١٩٨٨م، واختتـم بأن إصلاح الذات والاقتصاديات النامية مـن المرجح أن تبقى لباقي العقد[10]. وفي ليلة من أسـوأ ليالي الركود في فترة ما بعد الحرب في جميع أنحاء العالم، صرح ليونارد سـيلك كبـار المحررين الاقتصاديين في مجلة نيويورك تايمـز في مقالته بعنوان «هل يوجد حقاً دورة تجارية؟» المنشورة في مايو ١٩٩٠م بأن:

> «لا يتوقـع معظم خبراء الاقتصاد حـدوث أي ركود عام ١٩٩٠م أو ١٩٩١م، وسوف يكون عام ١٩٩٢م سنة رئاسية أخرى، عندما تنقلب الصعاب بقوة ضد الركود. وتعد كلٌّ من اليابان وألمانيا الغربية ومعظم دول أوروبا الرأسمالية وأسيا في قائمة تصاعدية طويلة، مع عدم وجود نهاية لها[11]. ومع ذلك، بحلول نوفمبر ١٩٩٠م، ذكـرت المؤشرات الاقتصادية لتشـيب أن غالبية لجنـة الخبراء تعتقد أن الاقتصاد الأمريكي على وشـك التدهور، أو كان قـد تراجع بالفعل إلى حالة

من الركـود. ولكن في نوفمبر، لم يكن الاقتصاد فقط في حالة من التدهور لمدة أربعة أشهر، ولكن أيضاً كان سوق الأوراق المالية في أدنى مستوياتها ثم صعدت مرة أخرى. هل منح المسـتثمرين التشـاؤم السـائد في الوقت الذي كان فيه الركـود أمراً مؤكداً، فكان يجب عليهم أن يقومـوا بالبيع بعد الوصول إلى أدنى مستوى، ولقد استمتعت الأسهم بفترة صعود قوية لمدة ثلاث سنوات.

ولقد أنتج سـجل التوسـع لمدة عشر سـنوات في الاقتصاد الأمريكي منذ شهر مارس عام ١٩٩١م وحتـى مارس عـام ٢٠٠١م، الحديث عـن الحقبة الاقتصاديـة الجديدة والأنظمة الاقتصاديـة بـدون ركود[١٢]. وحتى في أوائل عام ٢٠٠١م، لم يـرَ الغالبية العظمي من خبراء الاقتصاد الركود. وفي الواقع، في سبتمبر عام ٢٠٠١م قبل الهجوم الإرهابي، اعتقد ١٣٪ فقط من خـبراء الاقتصاد الذين قاموا بفحص مؤشرات تشـيب الاقتصادية، أن الولايات المتحدة كانـت في حالة من الركود، حتى بعد إشـارة المكتب الوطنـي للبحوث الاقتصادية في وقت لاحق، إلى أن الركود في الولايات المتحدة قد بدأ ستة أشهر مبكراً في مارس[١٣]. وبحلول شهر فبراير ٢٠٠٢م، اعتقد أقل من ٢٠٪ أن الركود قد انتهي في عام ٢٠٠١م، علي الرغم من تأريخ المكتـب الوطني للبحوث الاقتصادية في نهاية المطاف بأن شـهر نوفمبر ٢٠٠١م كان نهاية الركـود[١٤]. ومرة أخرى كان خبراء الاقتصاد غير قادرين على تحديد نقطة التحول في الدورة التجارية حتى فترة انتهائها.

ولم يقـم خبراء الاقتصاد بتنبؤ أفضل للكسـاد الكبير عـام ٢٠٠٧م - ٢٠٠٩م، ولم يحدد المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية في الواقع بداية الركود حتى شهر ديسمبر عام ٢٠٠٨م. وبعد سـنة من ذلك، بدأ الركود عند سـقوط مؤشر سـتاندرد وبورز ٥٠٠ بالفعل لأكثر من ٤٠٪. ولقد بدأ البنك الاحتياطي الفيدرالي في تخفيض معدلات الفائدة في سـبتمبر ٢٠٠٧م، قبل ثلاثة أشـهر من بداية الركود. وفي اجتماع للجنة الفيدرالية للسوق المفتوح في الحادي عشر من ديسمبر ٢٠٠٧م، في الشهر الذي بدأ فيه الركود، قدّم رجل الاقتصاد الفيدرالي ديف ستوتون الملخص التالي لتوقعات البنك الاحتياطي الفيدرالي:

«من الواضح أننا لا نتنبأ بذروة الدورة التجارية. ولذلك، ففي توقعاتنا أننا لا نقول: إننا على الجانب السلبي من الدورة التجارية، حيث يوجد لدينا ركود في النمو (تباطؤ في النمو الاقتصادي) في هذه التوقعات، وليس هناك شيء أكثر من ذلك»[١٥].

الخلاصة:

تعتمد قيم الأســهم على أرباح الــشركات، وتعد الدورة التجارية هــي المحدد الرئيسي لهــذه الأرباح، وتعد المكاســب التي تنجم عن القدرة على التنبــؤ بنقاط التحول في الدورة الاقتصادية مكاسب كبيرة. ولذلك، يتعين القيام بذلك بأقصى قدر من الدقة من قِبل خبراء الاقتصاد من جميع الاتجاهات.

ويعد أســوأ مســار يمكن أن ينتهجه المســتثمر، يتمثل في اتباع المشــاعر السائدة حول النشــاط الاقتصادي، وسوف يدفع ذلك المســتثمرين إلى الشراء بأسعار مرتفعة في الأوقات الجيدة، ويكون كل شخص متفائلاً ويقوم بالبيع بأسعار منخفضة.

وتعــد الــدروس واضحة للمســتثمرين. ويتطلب الــرد على ســوق الأوراق المالية عن طريق تحليل النشاط الاقتصادي الحقيقي، درجة من البصيرة التي لا توجد بعد لدى خبراء الاقتصاد.

الهوامش:

1. "Science and Stocks," Newsweek, September 19, 1966, p. 92.

2. Peter Lynch, One Up on Wall Street, New York: Penguin Books, 1989, p. 14.

3. Wesley C Mitchell and Arthur Burns, "Measuring Business Cycles," NBER Reporter, 1946, p. 3.

4. The data from 1802 through 1854 are taken from Wesley C Mitchell, Business Cycles: The Problem and Its Setting, Studies in Business Cycles No.1, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1927, p. 444. The data on U.s. recessions are taken from the NBER's website (http://www.nber.org), which lists business cycles from 1854 onward.

5. Robert Hall, "Economic Fluctuations," NBER Reporter, Summer 1991, p. 1.

6. Chapter 19 will discuss the 1987 stock crash and explain why it did not lead to an economic downturn.

7. There are two ways to treat the 2000-to-2002 bear market. The first interpretation is that there was one bear market that peaked on a total return basis on September I, 2000, and bottomed on October 9, 2002, for a loss of 47.4 percent. The second is that there were two bear markets: one bear market with a drop of 35.7 percent from September I, 2000, through September 21, 2001, just 10 days after the 9/11 terrorist attacks, then a subsequent rally of 22.1 percent to March 19, 2002; and finally another bear market of 33.0 percent, ending in October.

8. See "Does It Pay Stock Investors to Forecast the Business Cycle?" Journal of Portfolio Management, vol. 18 (Fall 1991), pp. 27-34

9. Stephen K. McNees, "How Large Are Economic Forecast Errors?," New England Economic Review, July / August 1992, p. 33.

10. "New Wave Economist," Los Angeles Times, March 18, 1990, Business Section, p. 22.

11. Leonard Silk, "Is There Really a Business Cycle?," New York Times, May 22, 1992,p. D2.

12. See Steven Weber, "The End of the Business Cycle?," Foreign Affairs, July/August 1997.

13. Blue Chip Economic Indicators, September 10, 2001, p. 14.

14. Blue Chip Economic Indicators, February 10, 2002, p. 16.

15. Transcript of Federal Open Market Committee meeting on December II, 2007, p. 35.

الفصل السادس عشر
عندما تؤثر الأحداث العالمية على الأسواق المالية

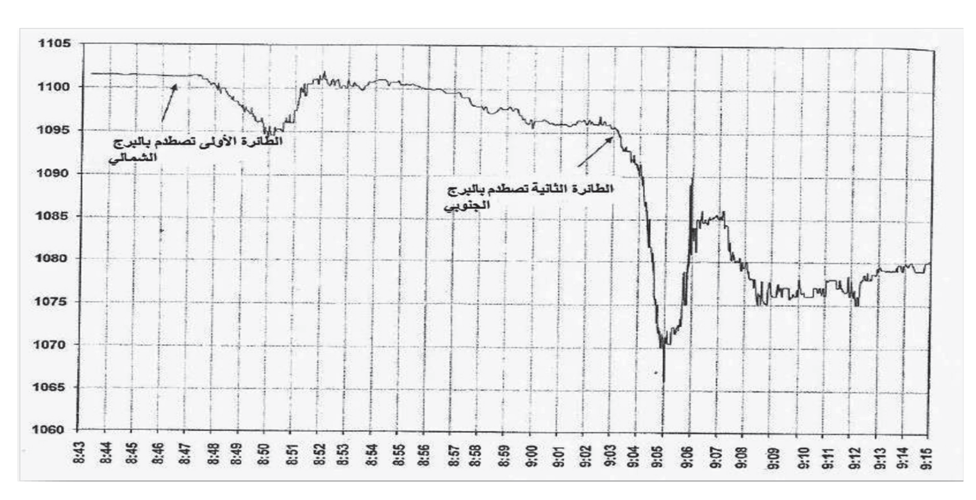
«يمكنني التنبؤ بحركة الأجرام السماوية، ولكن ليس بجنون الحشود».

إسحاق نيوتن.

عندما أشرقت الشمس على مدينة نيويورك في صباح جميل ليوم الثلاثاء ١١ سبتمبر من عام ٢٠٠١م، توقع التجار يوماً رتيباً في بورصة وول ستريت. لم يكن هناك أي بيانات اقتصادية قادمة من واشنطن، أو أي بيانات لعائدات مجدولة. فلقد هبطت الأسواق في الجمعة الماضية على تقرير توظيف رهيب، ولكنها عادت بشكل ضعيف في يوم الاثنين.

لم يفتح سوق الأسهم الأمريكي بعد، ولكن استمرت التعاقدات على العمليات الآجلة لمؤشري S & P 500 طوال الليل كالمعتاد في بورصة جلوبيكس الإلكترونية. كانت أسواق العمليات الآجلة مستيقظة، مما يشير إلى أن وول ستريت كانت تترقب افتتاحاً مستقراً. ولكن جاء تقرير في تمام الساعة ٨:٤٨ صباحاً، يحتوي على ما يجعله أكثر الأيام شؤماً في تاريخ العالم. اصطدمت طائرة بالبرج الشمالي من مركز التجارة العالمي. ويوضح الشكل (١٦-١) نمط التعامل خلال السبع وعشرين دقيقة التالية قبل إغلاق البورصة.

تفشت أخبار اصطدام الطائرة سريعاً، ولكن القليل فقط هو من تخيل ما حدث بالفعل. هل كانت طائرة كبيرة أم صغيرة؟ هل كانت حادثة أم أن هناك شيئاً ما شريراً يحدث؟ على الرغم من عدم معرفة أحد بالإجابة بعد، هبطت سوق التعاملات الآجلة لمؤشر البورصة على الفور بضعة نقاط قليلة، كما تفعل عادة عندما يزداد عدم اليقين.



الشكل (١٦-١) سوق التعاملات الآجلة للمؤشرات S & P 500 في صبيحة يوم الثلاثاء الحادي عشر من سبتمبر ٢٠٠١م

ومع ذلك، ظهر المشترون مرة أخرى خلال دقائق قليلة، وعاد المؤشر إلى مستواه السابق، حيث استنتج معظم المتعاملين أنه لم يحدث شيء مهم.

بعد ١٥ دقيقة، في تمام الساعة التاسعة وثلاث دقائق، ومع تركيز كاميرات الأخبار على مركز التجارة العالمي وكان الملايين حول العالم يشاهدون، اصطدمت طائرة ثانية بالبرج الجنوبي. تغير العالم بأكمله خلال تلك اللحظة، حيث تحققت أكبر المخاوف عند الأمريكيين. كان هذا هجوماً إرهابياً. للمرة الأولى منذ الحرب العالمية الثانية، كانت أمريكا معرضة للهجوم المباشر على أرضها.

بحلول الساعة التاسعة وخمس دقائق، بعد مرور دقيقتين على الاصطدام الثاني، هبطت مؤشرات S & P بمعدل ٣٠ نقطة، حوالي ٣٪، مشيرة إلى أنه لو كانت البورصة مفتوحة، فسوف تقلل حوالي ٣٠٠ بليون دولار من قيم بورصة الولايات المتحدة، ولكن بعدها ظهر المشترون مرة أخرى بمعجزة ما. وعلى الرغم من جسامة الأحداث الجارية، فلقد راهن بعض المتداولين أن السوق قد بالغت في رد الفعل نحو تلك الهجمات، وقرروا أن هذا وقت جيد لشراء الأسهم. استقرت التعاملات الآجلة وأُنهيت الجلسة في تمام التاسعة والربع على انخفاض حوالي ١٥ نقطة، مما يعوض نصف الخسائر السابقة.

على الرغم من تلك العودة، إلا أنه سرعان ما هبطت خطورة هذا الهجوم. قامت جميع تعاملات الأسـهم والسندات الاسمية والسـلع، بتأخير الافتتاح للمرة الأولى ثم قامت بإلغاء التداول لهذا اليوم. في الواقع، كانت سـتبقى تعاملات الأسـهم في الولايات المتحدة مغلقة حتـى بقية الأسـبوع، وهو الإغـلاق الأطول منذ أعلـن فرانكلين روزفلت «أجـازه البنك» في مارس ١٩٣٣م؛ ليحاول استعادة النظام المصرفي الأمريكي المنهار.

ولكن ظلت بورصة الأسهم الأجنبية مفتوحة. لقد كانت الساعة الثانية مساءً في بورصة لندن والثالثة مسـاءً في بورصة أوروبا عندما ضربت الطائرتان. تهاوى المؤشر الألماني DAX فوراً بحوالي ٩٪، وأنهى الجلسـة على نفس المستوى تقريباً. عانت بورصة لندن ولكن ليس بنفس القدر. كان هناك شعور بأن تعرض مركز التجارة العالمي والولايات المتحدة للهجوم، قد يجعل بعض الأعمال تنتقل للمملكة المتحدة، حيث احتشـد الجنيه الإسـترليني وكذلك اليـورو في مقابـل الدولار. ولكن هـذه المرة، مع تركيز الهجوم على نيويـورك، كان التجار الأجانب غير متأكدين لأي اتجاه يذهبوا.

عندما أعيد افتتاح سـوق الأسـهم بنيويـورك في يوم الاثنين التالي الموافق ١٧ سـبتمبر، هبطت مؤشرات شركة داور الصناعية بنحو ٥٨٦ نقطة، أو ٧,١٣ ٪، وهو الانهيار الأكبر رقم ١٧ في تاريخها. استمرت أسهم داو في الهبوط خلال الأسبوع ثم أغلقت الجمعة ٢١ سبتمبر عنـد ٨,٢٣٦، بهبـوط أكثر من ١٤ ٪ من إغلاقها في ١٠ سـبتمبر، بنحـو حوالي ٣٠ بالمئة من ارتفاعها الكلي ١١,٧٢٣ الذي بلغته في ١٤ يناير ٢٠٠٠م.

ما الذي يحرك السوق؟

لقـد كان واضحاً تماماً لماذا تنهار الأسـواق بعد الهجـمات الإرهابية. ولكنه قد يُدهِش المستثمرين أنه في الغالبية العظمى من الحالات، لا تكون حركات السوق الرئيسية مصحوبة بأي أخبار ذات أهمية كافية لتفسـير تغير الأسـعار. منذ العام ١٨٨٥م، عندما تمت صياغة معـدلات مؤشر داو جونـز للمرة الأولى، لم تكن سـوى ١٤٥ يوماً عندمـا تغيرت معدلات مـؤشر داو جونـز الصناعية بنحو ٥ بالمئة أو أكثر، حدثـت حوالي ١٥ من تلك الحركات من سـبتمبر ٢٠٠٨م وحتى مارس ٢٠٠٩م، عندما كان اقتصاد العالم في خضم الأزمة الاقتصادية،

وحدث سـقوط آخر في الثامن من أغسطس ٢٠١١م، عندما خفضت ستاندراد وبوورز من تصنيف الدين الحكومي الأمريكي.

من بين مائة وخمسة وأربعين تغـيراً كبيراً، يمكن تحديد ٣٥ فقـط بأحداث اقتصادية أو سياسية عالمية هامة، كالحروب والتغيرات السياسية أو التحولات في السياسة الحكومية. أثنـاء وعقب الأزمة المالية لعام ٢٠٠٨م مباشرة، ارتبطـت ٤ فقط من الـ ١٥ تغيراً بأحداثٍ معينـة. منـذ عام ١٨٨٥م، يمكن أن يقترن أقل من واحد من أربع حركات سـوق رئيسـية بشـكل واضح بحدث عالمي معين. يوضح الجدول (١٦-١)[1] تصنيفاً للأربعة وخمسين تغيراً رئيسياً وتغيرات السوق بما يزيد عن ٥ بالمئة، والتي ارتبطت بأحداث معينة كما هو موضح في الجدول (١٦-٢)[2].

السياسة النقدية هي المحرك الأكبر الوحيد لامتلاء الأسواق الضخمة بالخوف أو النشاط. ولقد ارتبطت ٤ حركات من أصل أكبر خمس حركات في سـوق الأسـهم خلال القرن الماضي، والتـي كان لها سـبب قابل للتحديد مباشرة بالتغيرات في السياسـة النقديـة. الأكثر تغيراً ارتباطاً بالأحداث، كانت نسـبة الـ ١٤,٨٧ زيـادة في ٦ أكتوبر ١٩٣١م، عندما طرحت شركة هووفر حوالي ٥٠٠ مليون دولار أمريكي في شـكل أسـهم لكي تساعد البنوك، وكانت الثانية هي الزيادة بنسبة ١١,٠٨ بالمئة والتي حدثت في ١٣ أكتوبر ٢٠٠٨م، عندما عرض الاحتياطي الفيدرالي سيولة غير محدودة للبنوك المركزية الأجنبية لتسهيل تعاملات الدولار.

لـو قمت بالتركيز عـلى العشر حركات اليومية الأكبر للسـوق منـذ ١٨٨٥م، يمكن أن تُرجـع اثنين فقط منهم إلى حدث إخباري معين، حيث لم يرتبط تسـجيل الهبوط بنسـبة ٢٢,٦٪ في يوم واحد في سـوق البورصة في يوم ١٩ أكتوبر ١٩٨٧م، بأي حدث إخباري واحد يمكـن تحديده. منذ ١٩٤٠م وحتى الأزمة الماليـة الأخيرة، كان هناك فقط أربعة أيام من الحركات الضخمة، حيث يمكن تحديد السـبب: الهبوط بنسـبة ٧,١٣ بالمئة في ١٧ سبتمبر ٢٠٠١م، عندما أعيد فتح الأسواق بعد الهجمات الإرهابية؛ الهبوط بنسبة ٧,١٨ بالمئة في ٢٧ أكتوبر ١٩٩٧م عندما هاجم مضاربو العملات الأجنبية دولار هونج كونج.

الجدول (١٦-١) تغيرات أكبر تعاملات سوقية يومية، ١٨٨٨م - ٢٠١٢م

ترتيب	التاريخ	التغير	ترتيب	التاريخ	التغير	ترتيب	التاريخ	التغير
١	١٩٨٧/١٠/١٩	-٢٢,٦١٪	١٩	١٨٩٩/١٢/١٨	-٨,٧٢٪	٣٧	١٩٣١/٩/٢٤	-٧,٠٧٪
٢	١٩٣٣/٣/١٥	١٥,٣٤٪	٢٠	١٩٣١/١٠/٨	٨,٧٠٪	٣٨	١٩٣٣/٧/٢٠	-٧,٠٧٪
٣*	١٩٣١/١٠/٦	١٤,٨٧٪	٢١	١٩٣٢/٨/١٢	-٨,٤٠٪	٣٩*	٢٠٠٨/٩/٢٩	-٦,٩٨٪
٤	١٩٢٩/١٠/٢٨	-١٢,٨٢٪	٢٢	١٩٠٧/٣/١٤	-٨,٢٩٪	٤٠*	١٩٨٩/١٠/١٣	-٦,٩١٪
٥	١٩٢٩/١٠/٣٠	١٢,٣٤٪	٢٣	١٩٨٧/١٠/٢٦	-٨,٠٤٪	٤١*	١٩١٤/٧/٣٠	-٦,٩٠٪
٦	١٩٢٩/١٠/٢٩	-١١,٧٣٪	٢٤	١٩٣٢/٦/١٠	٧,٩٩٪	٤٢	١٩٨٨/١/٨	-٦,٨٥٪
٧	١٩٣٢/٩/٢١	١١,٣٦٪	٢٥	٢٠٠٨/١٠/١٥	-٧,٨٧٪	٤٣*	٢٠٠٩/٣/٢٣	٦,٨٤٪
٨*	٢٠٠٨/١٠/١٣	١١,٠٨٪	٢٦	١٩٣٣/٧/٢١	-٧,٨٤٪	٤٤	١٩٣٢/١٠/١٤	٦,٨٣٪
٩	٢٠٠٨/١٠/٢٨	١٠,٨٨٪	٢٧	١٩٣٧/١٠/١٨	-٧,٧٥٪	٤٥	١٩٢٩/١١/١١	-٦,٨٢٪
١٠	١٩٨٧/١٠/٢١	١٠,١٥٪	٢٨	٢٠٠٨/١٢/١	-٧,٧٠٪	٤٦*	١٩٤٠/٥/١٤	-٦,٨٠٪
١١	١٩٢٩/١١/٦	-٩,٩٢٪	٢٩	٢٠٠٨/١٠/٩	-٧,٣٣٪	٤٧	١٩٣١/١٠/٥	-٦,٧٨٪
١٢	١٩٣٢/٨/٣	٩,٥٢٪	٣٠*	١٩٣٩/٩/٥	٧,٢٦٪	٤٨*	١٩٤٠/٥/٢١	-٦,٧٨٪
١٣*	١٩٣٢/٢/١١	٩,٤٧٪	٣١*	١٩١٧/٢/١	-٧,٢٤٪	٤٩	١٩٠٧/٣/١٥	٦,٧٠٪
١٤*	١٩٢٩/١١/١٤	٩,٣٦٪	٣٢*	١٩٩٧/١٠/٢٧	-٧,١٨٪	٥٠	٢٠٠٨/١١/١٣	٦,٦٧٪
١٥	١٩٣١/١٢/١٨	٩,٣٥٪	٣٣	١٩٣٢/١٠/٥	-٧,١٥٪	٥١*	١٩٣١/٦/٢٠	٦,٦٤٪
١٦	١٩٣٢/٢/١٣	٩,١٩٪	٣٤*	٢٠٠١/٩/١٧	-٧,١٣٪	٥٢	١٩٣٣/٧/٢٤	٦,٦٣٪
١٧*	١٩٣٢/٥/٦	٩,٠٨٪	٣٥	١٩٣١/٦/٣	٧,١٢٪	٥٣*	١٩٣٤/٧/٢٦	-٦,٦٢٪
١٨*	١٩٣٣/٤/١٩	٩,٠٣٪	٣٦	١٩٣٢/١/٦	٧,١٢٪	٥٤	١٨٩٥/١٢/٢٠	-٦,٦١٪

* تشير النجوم إلى الصلة بالأحداث.

الجدول (١٦-٢) التغيرات الأكبر في متوسط مؤشر داو جونز الصناعي والتي تتعلق بالأخبار في الفترة من ١٨٨٨م إلى ٢٠١٢م

ترتيب	التاريخ	التغير	عناوين الأخبار
٣	١٩٣١/١٠/٦	١٤,٨٧٪	هوفر تضخ أسهماً بقيمة ٥٠٠ مليون دولار لدعم البنوك.
٨	٢٠٠٨/١٠/١٣	١١,٠٨٪	الاحتياطي الفيدرالي تمنح سيولة غير محدودة للبنوك المركزية الأجنبية.
١٣	١٩٣٢/٢/١١	٩,٤٧٪	تحرير سياسة إعادة الخصم بالاحتياطي الفيدرالي.
١٤	١٩٢٩/١١/١٤	٩,٣٦٪	الاحتياطي الفيدرالي يقلل مستقطع معدل/ ضريبة الخصم.
١٧	١٩٣٢/٥/٦	٩,٠٨٪	الأمريكية للصلب تبحث تخفيض الأجور بنسبة ١٥٪.
١٨	١٩٣٣/٤/١٩	٩,٠٣٪	الولايات المتحدة تخفض مستويات الذهب.
٣٠	١٩٣٩/٩/٥	٧,٢٦٪	اندلاع الحرب العالمية الثانية في أوروبا.
٣١	١٩١٧/٢/١	-٧,٢٤٪	ألمانيا تعلن حرب غواصات غير محدودة.
٣٢	١٩٩٧/١٠/٢٧	-٧,١٨٪	الهجوم على دولار هونج كونج.
٣٤	٢٠٠١/٩/١٧	-٧,١٣٪	الهجوم الإرهابي على مركز التجارة العالمي.
٣٩	٢٠٠٨/٩/٢٩	-٦,٩٨٪	المجلس التشريعي يرفض بالتصويت حزمة إنقاذ مالي تبلغ ٧٠٠ بليون دولار.
٤٠	١٩٨٩/١٠/١٣	-٦,٩١٪	استحواذ الطيران المتحدة على الانهيارات.
٤١	١٩١٤/٧/٣٠	-٦,٩٠٪	اندلاع الحرب العالمية الأولى.
٤٣	٢٠٠٩/٣/٢٣	٦,٨٤٪	تعلن الخزينة عن خطة عامة - خاصة بمبلغ ١ تريليون دولار لشراء الديون البنكية السيئة.
٤٦	١٩٤٠/٥/١٤	-٦,٨٠٪	الألمان يغزون هولاندا.
٤٨	١٩٤٠/٥/٢١	-٦,٧٨٪	تراجع الحلفاء في فرنسا.
٥١	١٩٣١/٦/٢٠	٦,٦٤٪	هوفر تؤيد تجميد الديون الأجنبية.

ترتيب	التاريخ	التغير	عناوين الأخبار
٥٣	١٩٣٤/٧/٢٦	-٦,٦٢٪	القتال في النمسا: إيطاليا تتحرك.
٥٦	١٩٥٥/٩/٢٦	-٦,٥٤٪	أيزنهاور يعاني من أزمة قلبية.
٦٠	٢٠٠٢/٧/٢٤	٦,٣٥٪	جي بي مورجان ينكر التورط في فضيحة أينرون.
٦٣	١٨٩٣/٧/٢٦	-٦,٣١٪	إفلاس إيري للسكة الحديد.
٧٧	١٩٢٩/١٠/٣١	٥,٨٢٪	الاحتياطي الفيدرالي يقلل من سعر إعادة الخصم.
٧٨	١٩٣٠/٦/١٦	-٥,٨١٪	توقيع هوفر على مشروع قانون التعريفة الجمركية.
٧٩	١٩٣٣/٤/٢٠	٥,٨٠٪	نشاط مستمر حول انهيار مستوى الذهب.
٨٧	١٨٩٨/٥/٢	٥,٦٤٪	ديوي يهزم الأسبان.
٩١	١٨٩٨/٥/٢٨	٥,٥٦٪	برقيات حول الهدنة مع إسبانيا.
٩٣	٢٠١١/٨/٨	-٥,٥٥٪	ستاندرد وبوور تخفض من ديون الخزانة الأمريكية
١٠٠	١٩١٦/١٢/٢٢	٥,٤٧٪	لانسينج ينكر قرب الولايات المتحدة من الحرب.
١٠٣	١٨٩٦/١٢/١٨	-٥,٤٢٪	مجلس الشيوخ يصوت لصالح حرية كوبا.
١٠٥	١٩٣٣/٢/٢٥	-٥,٤٠٪	أجازة بنك الميريلاند.
١٠٩	١٩٣٣/١٠/٢٣	٥,٣٧٪	روزفلت يخفض من قيمة الدولار.
١١١	١٩١٦/١٢/٢١	-٥,٣٥٪	وزير الخارجية لانسينج يعترف بقرب أمريكا من حرب.
١٢٠	١٩٣٨/٤/٩	٥,٢٥٪	الكونجرس يمرر مشروع قانون فرض ضريبة فائدة السندات الحكومية الأمريكية.
١٣٩	٢٠٠٨/١١/٥	-٥,٠٥٪	الديمقراطيون يكتسحون الكونجرس والرئاسة.
١٤٤	١٩٣١/١٠/٢٠	٥,٠٣٪	الغرفة التجارية الدولية ترفع من معدلات السكة الحديد.
١٤٥	١٩٣٢/٣/٣١	-٥,٠٢٪	المجلس التشريعي يقترح ضريبة مبيعات على الأسهم.

والانخفاض بنسبة ٦,٩١٢ ٪ في يوم الجمعة ١٣ أكتوبر ١٩٨٩م بسبب انهيار جمود الاستحاوذ على شركة الطيران المتحدة بتسهيلات افتراضية، والانخفاض بنسبة ٦,٥٤٪ في ٢٦ سبتمبر ١٩٥٥م عندما عانى الرئيس أيزنهاور من أزمة قلبية[٣].

أثناء الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨/٢٠٠٩م، كانت الحركات الأخرى المرتبطة بالأخبار (بالإضافة إلى احتياطات السيولة الخاصة باحتياطي الفيدرالي والمذكورة بالأعلى)، هي القفزة بنسبة ٦,٨٪ في ٢٣ مارس ٢٠٠٩م، عندما أعلنت إدارة أوباما شراكة بين القطاع العام والخاص بقيمة تريليون دولار لشراء الأصول السامة من البنوك التجارية؛ الهبوط بنسبة ٧,٠ ٪ في ٢٩ أغسطس ٢٠٠٨م، عندما رفض مجلس النواب الأمريكي برنامج إعادة شراء الأصول المعرقلة بقيمة ٧٠٠ بليون دولار، والذي طرحه وزير المالية بولسون ورئيس الاحتياطي الفيدرالي بينانك في حكومة بوش؛ الخسارة بقيمة ٥,٥٪ في ٨ أغسطس والتي تلت تخفيض بوور وستاندرد للدين الحكومي الأمريكي. وأخيراً، الهبوط بنسبة ٥,٠٥ ٪ في ٥ نوفمبر بعد اكتساح الديمقراطيين للبيت الأبيض والكونجرس في انتخابات ٢٠٠٨م.

عادةً ما تكون الحرب بمثابة محرك كبير للسوق، ولكن كان انهيار السوق في ١٧ سبتمبر ٢٠٠١م بعد الهجمات الإرهابية في اتجاه الانخفاض أكثر من ضعفي نسبة الـ ٣,٥٪. وقد حدث ذلك بعد يوم واحد من الهجوم على بيرل هاربور، ولقد كان أكبر من أي هبوط يومي حدث، في حين كانت الولايات المتحدة في حالة حرب.

حتى عندما يكون اليوم مليئاً بأخبار الأحداث، يمكن أن يوجد خلاف حاد حول الأخبار التي سببت تغير السوق. في ١٥ نوفمبر ١٩٩١م عندما هبط داو بأكثر من ١٢٠ نقطة أو حوالي ٤٪، أطلقت جريدة أعمال المستثمر اليومية مقالاً حول السوق بعنوان «داو تهبط بمقدار ١٢٠ في تصفية بورصة مريعة: يقع اللوم عل الكونجرس والمدة والبرامج وشركات التقنية العالية»[٤]. على النقيض، نشرت جريدة التايمز المالية القابعة في لندن مقالًا في الصفحة الأولى بواسطة صحفي نيويوركي بعنوان «بورصة وولستريت تنهار بمقدار ١٢٠ نقطة بسبب مخاوف من التحركات الروسية». الأمر المثير هنا أن أخباراً مثل: خاصةً أن الحكومة الروسية قامت بتوسيع رخص البترول واستولت على موارد الذهب، لم يتم ذكره ولا مرة حتى في مقال جريدة أعمال المستثمر اليومية! حيث يمكن أن تقوم تلك الجريدة

الرئيســية بإبراز الأســباب، أن مصدر أخبار آخر لم يبلغ حتى بتفســيرات عن صعوبة إيجاد تفسيرات جوهرية لحركات الأسواق.

عدم التأكد والسوق:

يكره ســوق الأســهم عدم اليقين، وهو الســبب وراء الأحداث التي تحرك المســتثمرين وتدفعهم للعمل خارج الإطار المعتاد، مما يؤدي إلى آثار مدمرة.

يعتبر ١١ سبتمبر هو النموذج الأمثل. لم يكن الأمريكيون متأكدين بخصوص ماذا تعني تلك الهجمات للمستقبل. إلى أي مدى ستكون جسامة الانهيار في السفر الجوي أو أي سفر؟ ما حجم الضربة التي ســتتلقاها صناعة الســياحة ذات الـ ٦٠٠ بليون دولار تقريباً؟ العديد من الأسئلة غير المجابة والتي سببت القلق وانخفاض الأسعار.

تعتبر الشــكوك حول الرئاســة بمثابة عامل آخر مخفض للأسهم، حيث تنخفض السوق دائمــاً عقب التغيرات المفاجئة غــير المتوقعة والتي تتعلق بالرئاســة. كما لوحظ من قبل، ســببت الأزمة القلبية التي تعرض لها الرئيس أيزنهاور في ٢٦ ســبتمبر ١٩٥٦م انخفاضاً بلغ نسبة ٦,٥٤٪ في صناعات داو، وهو خامس أكبر انخفاض في فترة ما بعد الحرب. كان الهبوط بمثابة مؤشر جيد على مدى شــعبية أيزنهاور بين المســتثمرين. ولقد سبب اغتيال الرئيس كينيدي في ١٩٦٣/١١/٢٢م انخفاضاً في صناعات داو بلغ ٢,٩ ٪، وأجبر بورصة أسهم نيويورك بالإغــلاق ســاعتين مبكراً لمنــع البيع المذعور. ولقد اســتمر التداول ممتــداً في اليوم التالي الاثنــين ١٩٦٣/١١/٢٥م لجنازة كينيدي. ولكن الثلاثاء التالي عندما تولى ليندون جونســون أمر الحكومة، حلق الســوق مرتفعاً بنحو ٤,٥ ٪، ممثلًا يوماً من أفضل الأيام في فترة ما بعد الحرب.

عندما أطلق الرصاص على ويليام ماكنيلي في ١٤ سبتمبر ١٩٠١م، تهاوى السوق بما يزيد عن ٤ ٪، ولكن استعادت الأسهم جميع خسائرها في يوم التعامل التالي. سببت وفاة وارين هاردين في ١٩٢٣م تراجعاً أكثر اعتدالاً، والذي تم محوه سريعاً. غالباً ما توفر عمليات البيع هذه فرصاً جيدة للمســتثمرين في شراء الأسهم. فغالباً ما يعيد السوق نفسه دائماً وبسرعة بعد التغير في القيادة، ولكن يوجد سياسيون لا يسامحون مستثمريهم أبداً. تحركت الأسهم

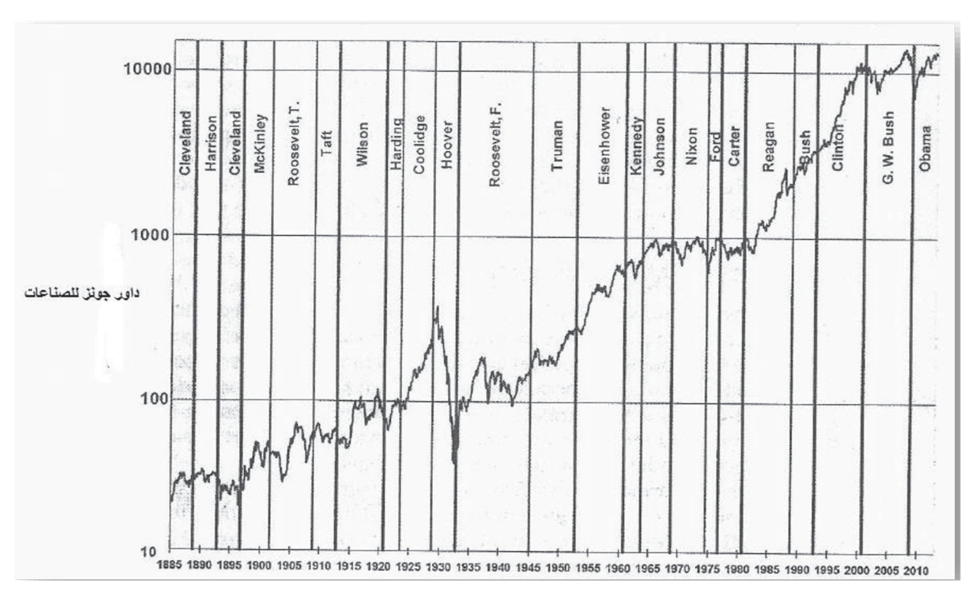
بنســبة ٤٪ في الأســبوع التالي لأخبار وفاة فرانكلين روزفلت، والــذي لم يكن مفضلاً أبداً في وول ستريت.

الديمقراطيون والجمهوريون:

من المعروف جيداً أن المســتثمرين عامة يفضلون الجمهوريين على الديمقراطيين، حيث إن معظم مُتاجري الأسهم وتنفيذيِّ التعاون من الجمهوريين. ويلاحظ دائمًا أن العديد من سياســات الجمهوريين تكون في صالح تشــكيل رأس المال والأســهم. ينظر إلى الديمقراطيين أنهم أقل اســتجابة لأن يكونوا في صالح فــرض الضرائب لأرباح وحصص رأس المال، ولكنهم يميلون أكثر في جانب إعادة توزيع الدخل وتنظيمه. مع ذلك، فقد عملت البورصة بالفعل بشكل أفضل تحت قيادة الديمقراطيين وليس الجمهوريين.

يوضح الشــكل (١٦-٢) أداء داو جونز الصناعي أثناء كل قيادة منذ تم انتخاب جروفر كليفلانــد في ١٨٨٨م. ولقــد كانت أكبر ســوق راكدة في التاريخ أثنــاء إدارة هربرت هوفر الجمهوريــة، في حــين كان أداء البورصة جيداً إلى حدٍ ما تحت قيــادة روزفلت، على الرغم من حقيقة أن الديمقراطيون كثيراً ما كان يتم ســبهم ونقدهم في مجالس الإدارات وشركات الســمسرة في أنحاء البلاد. وقد كان رد الفعل الفوري للســوق - قبل الانتخابات وبعدها - مطابقــاً حقاً لحقيقة أن المســتثمرين يفضلون الجمهوريين عــن الديمقراطيين. منذ العام ١٩٨٨م هبطت الســوق بنســبة ٠,٦ ٪ في اليوم التالي لنجاح الديمقراطيين، ولكنها ارتفعت بنســبة ٧٪ في اليوم التــالي لانتصار الجمهوريــين، ولكن تم تهدئة رد فعل الســوق لنجاح الجمهوريــين في الانتخابات الرئاســية منــذ الحرب العالمية الثانية. كانت هناك مناســبات مثل نجاح كلينتون لفترة ثانية من الرئاســة، حينئذ حلّقت الأســواق؛ لأن الجمهوريين ظلوا مسيطرين على الكونجرس، ولكن ليس بسبب إعادة انتخاب كلينتون الديمقراطي.

يعرض الجدول (١٦-٣) العائدات في الســنوات الأولى والثانية والثالثة والرابعة من فترة رئاســية. تكون العائدات في الســنة الثالثة للفترة الرئاســية هي الأفضل، وهذا صادم؛ لأن الســنة الثالثة تتضمن الهبوط الكارثي بنســبة ٤٣,٣٪ والذي حدث في ١٩٣١م، أثناء الســنة الثالثة من إدارة هوفر المنحوسة، وأسوأ أداء للسنة الأولى في أكثر من ١٢٠ عاماً.



الشكل (١٦-٢) متوسط مؤشر داو جونز الصناعي والفترات الرئاسية (تشير المناطق المظللة إلى الديمقراطيين)، ١٩٨٥م - ٢٠١٢م

الجدول (١٦-٣) عائدات الأسهم أثناء الانتخابات الرئاسية وسنوات العمل، ١٨٨٨م - ٢٠١٢م

اسم الرئيس	الحزب	تاريخ الانتخاب	يوم قبل يوم بعد	السنة الأولى من فترة الحكم	السنة الثانية من فترة الحكم	السنة الثالثة من فترة الحكم	السنة الرابعة من فترة الحكم
هاريسون	ج	١٨٨٨/٦/١١	٠,٤	١١,٨	-٦,٦	١٦,٦	١٣,٥
كليفلان	د	١٨٩٢/٨/١١	-٠,٥	-١٥,٣	١١,٩	١١,٣	-٤,٥
ماكينلي	ج	١٨٩٦/٣/١١	٢,٧	١٨,٩	١١,٠	٩,٩	-١,٣
ماكينلي	ج	١٩٠٠/٦/١١	٣,٣	٣٥,٣	٠,٣	-١٨,١	٢٨,٥
روزفلت	ج	١٩٠٤/٨/١١	١,٣	٢٥,٢	٢,٠	-٣٢,٥	٣٩,٠
تافت	ج	١٩٠٨/٣/١١	٢,٤	١٦,٦	-٠,٦	٠,٥	١١,٧
ويلسون	د	١٩١٢/٥/١١	١,٨	-١٣,٠	-٢,٥	٢٤,٢	٣,٧
ويلسون	د	١٩١٦/٧/١١	-٠,٤	-٣٠,٩	-٥,٨	١٣,٥	-١٩,٣

اسم الرئيس	الحزب	تاريخ الانتخاب	يوم قبل يوم بعد	السنة الأولى من فترة الحكم	السنة الثانية من فترة الحكم	السنة الثالثة من فترة الحكم	السنة الرابعة من فترة الحكم
هاردينج	ج	١٩٢٠/٢/١١	-٠,٦	٤,٠	٥٣,٤	-١١,١	٢١,٥
كوليدج	ج	١٩٢٤/٤/١١	١,٢	٣٣,٣	١٥,٨	٣٦,٠	٣٦,٥
هوفر	ج	١٩٢٨/٦/١١	١,٢	٣٣,٢	-٢٩,٦	-٣٢,٣	-١٣,٦
روزفلت	د	١٩٣٢/٨/١١	-٤,٥	٤٣,٣	-٤,١٣	٧,٢	٤٣,٦
روزفلت	د	١٩٣٦/٣/١١	٢,٣	-٢٦,٨	١٨,٦	٣,٣	-١١,٨
روزفلت	د	١٩٤٠/٥/١١	-٢,٤	-١٠,٢	-٦,١	٢٨,٩	١٢,٤
روزفلت	د	١٩٤٤/٧/١١	-٠,٣	٣٠,٦	-١٩,١	-٠,٥	٤,٣
ترومان	د	١٩٤٨/٢/١١	-٣,٨	٧,٩	٢٨,٨	١٨,٢	٨,١
أيزنهاور	ج	١٩٥٢/٤/١١	٠,٤	٣,٤	٤٢,٣	٣٥,٧	١١,٥
أيزنهاور	ج	١٩٥٦/٦/١١	-٠,٩	-٩,٩	٢٥,٨	١٣,٥	-٣,٨
كينيدي	د	١٩٦٠/٨/١١	٠,٨	٢٩,٦	-١٥,٨	٣٢,٤	١٨,٥
جونسون	د	١٩٦٤/٣/١١	-٠,٢	٨,٨	-١٦,٠	٢٥,٠	٦,٨
نيكسون	ج	١٩٦٤/٣/١١	٠,٣	-١٠,١	-١٣,١	١٤,٧	١٢,١
نيكسون	ج	١٩٧٢/٧/١١	-٠,١	-٤,٣	-٤١,١	٢٤,٠	١٣,٢
كارتر	د	١٩٧٦/٢/١١	-١,٠	-٩,٧	٣,٦	-٢,٤	١٦,٢
ريجان	ج	١٩٨٠/٤/١١	١,٧	١٢,٢	١١,٦	٢٨,٤	-١,٤
ريجان	ج	١٩٨٤/٦/١١	-٠,٩	١٤,٢	٣٠,١	١٦,٣	-١,٦
بوش	ج	١٩٨٨/٨/١١	-٠,٤	٢٣,٨	-١٣,٩	٢٦,٥	٦,٥
كلينتون	د	١٩٩٢/٣/١١	-٠,٩	١٢,٥	٠,٢	٢٥,٤	١٩,٤
كلينتون	د	١٩٩٦/٥/١١	٢,٦	٣٥,٢	٨,٦	٢٤,٣	٤,٦

اسم الرئيس	الحزب	تاريخ الانتخاب	يوم قبل يوم بعد	السنة الأولى من فترة الحكم	السنة الثانية من فترة الحكم	السنة الثالثة من فترة الحكم	السنة الرابعة من فترة الحكم
بوش الابن	ج	٢٠٠٠/٧/١١*	١,٦-	٢٣,١-	٢٠,٩-	٢١,٢	٦,٠
بوش الابن	ج	٢٠٠٤/٢/١١	١,١	١,٠	١٤,٩	١١,٠	٣٧,٩-
أوباما	د	٢٠٠٨/٤/١١	١,٣-	١٣,٧	١٠,٦	١,٤	١٩,٠
أوباما	د	٢٠١٢/٦/١١	١,٥-				
المتوسط من ١٨٨٨ إلى يونيو ٢٠١٢		ديمقراطي	٠,٦-	٥,٠	٠,٩	١٦,١	٨,١
جمهوري		٠,٧	٩,٦	٤,٨	٩,٤	٨,٣	
مجموع		٠,١	٧,٧	٣,٠	١٣,٠	٨,٤	
المتوسط من ١٩٤٨ إلى يونيو ٢٠١٢		ديمقراطي	٠,٧-	١٢,٣	٢,٥	١٥,٥	١١,٦
جمهوري		٠,٠	١,٦-	٤,٠	٢١,٢	٠,٥	
مجموع		٠,٣-	٥,٢	٣,٥	١٩,٧	٦,١	

* كانت نتائج السباق غير محددة رسمياً حتى ١٣ ديسمبر ٢٠٠٠م.

ج: جمهوري.

د: ديمقراطي.

ولكن لا تكون الســـنة الثالثة دائماً روعة. فقد كانت السنة الثالثة من فترة أوباما الأولى هي الأسوأ للبورصة منذ فترة كارتر في عام ١٩٧٩م.

لا يكون ســـبب بروز الســـنة الثالثة من الفترة الرئاســـية واضحاً. قد نفكر في أن الســـنة الرابعـــة، عندما تزيد الإدارة من الإنفاق أو تمارس ضغوطاً على الاحتياطي الفيدرالي لتحفيز الاقتصاد من أجل الانتخابات القادمة، قد تكون هي السنة الأفضل بالنسبة للبورصة. ولكن السنة الرابعة على الرغم من أنها جيدة، إلا أنها ليست الأفضل. ربما يقلد السوق السياسات الاقتصادية المفضلة في سنة الانتخاب، مسبباً ارتفاع أسعار الأسهم في السنة السابقة.

يوثـق الجـدول (١٦-٤) الأداء المتميز تحـت قيادة الديمقراطيين في السـنوات الأخيرة. يسجل هذا الجدول العوائد الحقيقية والاسمية الكلية في سوق الأسهم، بالإضافة إلى معدل التضخم تحت قيادة الجمهوريين والديمقراطيين. منذ ١٨٨٨م أصاب السـوق نجاحاً أفضل في فـترات بعينها تحـت حكم الديمقراطيين أكثر من الجمهوريـين. ولكن لأن التضخم كان أقل عندما تولى الجمهوريون القيادة، فقد كانت العائدات الفعلية للأسهم هي ذاتها تقريباً مع كلا الحزبين. ولكن لم يكن ذلك حقيقياً خلال الستين عاماً الماضية، عندما أدت الأسواق بشكل أفضل تحت قيادة الديمقراطيين سواء تم حساب التضخم أو لا. ربما ذلك هو السبب وراء أن تفاعل الأسواق مع النصر الديمقراطي الرئاسي، لم يكن سلبياً في السنوات الأخيرة كما كان في الماضي.

الأسهم والحرب:

منـذ العـام ١٨٨٥م كان الاقتصاد الأمريكي في حرب أو عـلى هوامش حرب عالمية نحو ٥/١ من المرات. عمل سوق الأسهم بشكل متساوٍ في الحالتين في العائدات الاعتبارية، سواء كان هناك حربٌ أو سـلام. مع ذلك، فقد تراوح التضخم بين ٦٪ أثناء الحرب وأقل من ٢٪ في فترات السـلام. لذلك، تجاوزت العائدات الفعلية على الأسـهم أثناء فترات السـلام، تلك الخاصة بفترات الحروب بشكل كبير.

بينما تكون العائدات أفضل في وقت السلام، كان سوق الأسهم أكثر تقلباً بالفعل في فترة السـلام عن فترة الحرب، كما تم قياسه بواسـطة الانحراف القياسي الشهري لصناعات داو. حدث التقلب الأكبر في الأسـواق الأمريكية في أواخر العشرينيـات وأوائل الثلاثينيات، قبل انضمام الولايات المتحدة للحرب العالمية الثانية، وفي عام ٢٠٠٨م و٢٠٠٩م أثناء الأزمة المالية الأخيرة. لم تحظَ الأسـهم بتقلب أكبر من المعـدل التاريخي، إلا أثناء الحرب العالمية الأولى وحرب الخليج القصيرة فقط.

نظرياً، لا بد وأن يكون للحروب تأثيراً سـلبياً عميقاً على أسـعار الأسـهم، حيث تستولي الحكومـات عـلى موارد هائلـة، في حين تنافس الضرائـب العالية والاقتراضـات الحكومية الضخمة مع متطلبات المستثمرين للأسهم.

الجدول (١٦-٤) عائدات الأسهم خلال الإدارات الرئاسية من ١٨٨٨م - ٢٠١٢م

اسم الرئيس	الحزب	التاريخ	عدد شهور الخدمة	العائد الاسمي السنوي للأسهم	التضخم السنوي	العائد الحقيقي السنوي
هاريسون	ج	١١/٨٨-١٠/٩٢	٤٨	٥,٤٨	-٢,٧٣	٨,٤٣
كليفلاند	د	١١/٩٢-١٠/٩٦	٤٨	-٢,٨٨	-٣,٠٦	٠,١٩
ماكينلي	ج	١١/٩٦-٨/٠١	٥٨	١٩,٤٢	٣,٦٩	١٥,١٨
روزفلت	ج	٩/٠١-١٠/٠٨	٨٦	٥,٠٢	١,٩٥	٣,٠١
تافت	ج	١١/٠٨-١٠/١٢	٤٨	٩,٥٦	٢,٥٩	٦,٨٠
ويلسون	د	١١/١٢-١٠/٢٠	٩٦	٣,٥٥	٩,٢٦	-٥,٢٣
هاردينج	ج	١١/٢٠-٧/٢٣	٣٣	٧,٤٣	-٥,١٦	١٣,٢٨
كوولدج	ج	٨/٢٣-١٠/٢٨	٦٣	٢٦,٩٩	٠,٠٠	٢٦,٩٩
هوفر	ج	١١/٢٨-١٠/٣٢	٤٨	-١٩,٣١	-٦,٢٣	-١٣,٩٦
رووزفلت	د	١١/٣٢-٣/٤٥	١٤٩	١١,٤٢	٢,٣٧	٨,٨٣
ترومان	د	٤/٤٥-١٠/٥٢	٩١	١٣,٨٤	٥,٤٩	٧,٩١
أيزنهاور	ج	١١/٥٢-١٠/٦٠	٩٦	١٥,٠٩	١,٣٨	١٣,٥٢
كينيدي	د	٦٠/١١-١٠/٦٣	٣٦	١٤,٣٠	١١,١١	١٣,٠٦
جونسون	د	١١/٦٣-١٠/٦٨	٦٠	١٠,٦٤	٢,٧٦	٧,٦٦
نيكسون	ج	١١/٦٨-٧/٧٤	٦٩	-١,٣٩	٦,٠٢	-٦,٩٩
فورد	ج	٨/٧٤-١٠/٧٦	٢٧	١٦,٥٦	٧,٣١	٨,٦٢
كارتر	د	١١/٧٦-١٠/٨٠	٤٨	١١,٦٦	١٠,٠١	١,٥٠
ريجان	ج	١١/٨٠-١٠/٨٨	٩٦	١٤,٦٤	٤,٤٦	٩,٧٥
بوش	ج	١١/٨٨-١٠/٩٢	٤٨	١٤,٠٥	٤,٢٢	٩,٤٤
كلينتون	د	١١/٩٢-١٠/٠٠	٩٦	١٨,٧٤	٢,٥٩	١٥,٧٤
بوش الإبن	ج	١١/٠٠-١٠/٠٨	٩٦	-٢,٧٥	٢,٧٧	-٥,٣٨
اوباما	د	١١/٠٨-١٢/١٢	٥٠	١٢,١٠	١,٤١	١٠,٥٤
المؤشر من ١٨٨٨ حتى ديسمبر ٢٠١٢		الديمقراطي	٦٧٤	١٠,٨٠	٣,٨٦	٦,٨٠
		الجمهوري	٨١٦	٨,٤٧	١,٩٠	٦,٤٥
		المجموع	%١٠٠	٩,٥٣	٢,٧٨	٦,٦١
المؤشر من ١٩٥٢ وحتى ديسمبر ٢٠١٢		الديمقراطي	٢٩٠	١٤,٢٠	٣,٤٧	١٠,٤٨
		الجمهوري	٤٣٢	٨,٣٧	٣,٨٠	٤,٤٥
		المجموع	%١٠٠	١٠,٧١	٣,٦٧	٦,٨٧

ج: جمهوري.

د: ديمقراطي.

تــم تأميم جميــع الصناعات لزيادة المجهــود الحربي. وعلاوةً على ذلــك، إذا أصبحت خســارة الحرب واردة، سوف تنخفض الأســهم أيضاً في حين يعرض المنتصرون صفقات على المهزومــين. ومع ذلك، فقد تمت اســتعادة اقتصادات ألمانيا واليابــان سريعاً عقب الحرب العالمية الثانية، وبالتالي ازدهرت الأسهم.

الأسواق خلال الحروب العالمية:

كانت الأســواق أكــثر تقلباً أثناء الحرب العالمية الأولى من أثنــاء الحرب العالمية الثانية. ارتفع الســوق بنســبة ١٠٠٪ أثناء المراحل الأولى من الحرب العالميــة الأولى، ثم تهاوى بما يســاوي ٤٠٪ عندما أصبحت الولايات المتحدة مشــتركة في القتال. وأخيراً، نشــطت عندما انتهت الحرب العظيمة. على العكس، لم تنحرف الســوق خلال ســت ســنوات من الحرب العالمية الثانية بأكثر من ٣٢ ٪ عن مستواها قبل الحرب.

تســبب اندلاع الحرب العالمية الأولى في الذعر، في حين تزاحم المســتثمرون الأوروبيون على التخلص من الأســهم وعلى شراء الذهب والنقد. بعد إعلان المجر والنمســا إعلان الحرب على صربيا في ٢٨ يوليو ١٩١٤م، أغلقت جميع بورصات الأســهم الأوروبية الرئيســية. تفشى الهلع الأوروبي إلى نيويورك، وأغلقت صناعات داو جونز على انخفاض بنســبة ٧ ٪ في يوم الثلاثاء ٣٠ يوليو، وهو أكبر هبوط منذ الهبوط بنسبة ٨,٣٪ الذي حدث أثناء الذعر في ١٩٠٧م. قبل دقائق من فتح بورصة أسهم نيويورك في يوم الجمعة، صوتت البورصة على الإغلاق لفترة غير معلومة.

لم تفتح السوق حتى ديسمبر. لم يحدث من قبل أن أغلقت بورصة نيويورك لهذه المدة الطويلة، ولم يحدث بعدها كذلك. تم الســماح بتعاملات الطوارئ، ولكن فقط بموافقة من لجنة خاصة وعند نفس أو أعلى من الأسعار التي تم التعامل بها قبل إغلاق البورصة. حتى ذلك الحين، تم خرق حظر التعامل، حيث تم عمل تعاملات غير شرعية خارج البورصة (على الرصيف) وبأســعار استمرت في الانخفاض حتى أكتوبر. وبحلول الخريف، قيل بشكل غير رسمي أن الأسعار بلغت ١٥٪ أو ٢٠ ٪ أقل من الإغلاق في يوليو.

ومــن المثير للســخرية أن الفــترة الوحيــدة الممتدة التي تــم إغلاق بورصــة نيويورك فيهــا، حدثــت عندما لم تكــن الولايات المتحــدة جزءاً من الحــرب بعــد، أو في أي حالة،

أو على أي درجة من الضغـط الاقتصادي والمالي. في الواقـع، عندما أغلقت البورصة، أدرك التجار أن الولايات المتحدة سوف تكون مستفيداً اقتصادياً قوياً من الأزمة الأوروبية. بمجرد إدراك المستثمرين أن أمريكا سوف تصنع الذخيرة وتوفر المواد الخام للدول المحاربة، ارتفع الاهتمام الشعبي بالبورصة.

عندما افتتحت البورصة في ١٢ ديسـمبر، كانت الأسـعار تتصاعـد بسرعة. ولقد أنهت صناعات داو جلسـة السـبت التاريخية على ارتفاع بنسـبة ٥٪ أعلى من أسعار الإغلاق في يوليو الماضي. ولقد اسـتمر النشاط، وتسجل سنة ١٩١٥م أفضل زيادة لعام واحد في تاريخ صناعات داو، كما ارتفعت الأسـهم لتسـجل ٨٢٪. اسـتمرت البورصة بالارتفاع في ١٩١٦م ووصلت لذروتها في نوفمبر، وبلغت الأسعار أكثر من ضعف المستوى الذي كانت فيه عندما بدأت الحرب منذ أكثر من عامين، ولكن اسـتقرت بعدها الأسـهم على تراجع بنسـبة ١٠٪ عندما دخلت الولايات المتحدة رسمياً إلى الحرب في ١٦ أبريل ١٩١٧م، وهبطت ١٠٪ أخرى في نوفمبر ١٩١٨م عند تم توقيع الهدنة.

لم تكـن رسـالة الازدهار العظيـم في ١٩١٥م ضائعة على التجار بعدهـا بجيل. عندما اندلعـت الحرب العالميـة الثانية، تعلم المسـتثمرون مما حدث في بدايـة الحرب العالمية السـابقة. عندمـا أعلنت بريطانيا العظمـى الحرب على ألمانيا في ٣ سـبتمبر ١٩٣٩م، كان الارتفـاع انفجاريـاً لدرجة أن بورصة طوكيـو أجبرت على الإغلاق مبكـراً. عندما افتتحت الأسـواق في نيويورك، اندلعت نوبة شراء، حيث كسـب مـؤشر داو الصناعي أكثر من ٧٪، وحتى البورصة الأوروبية كانت مستقرة عندما أعيد فتح التعامل.

سريعـاً ما تلاشى الحماس الذي تبع بداية الحرب العالمية الثانية. وكان الرئيس روزفلت محددًا بشـأن عدم ترك الشركات تجني أرباحاً سـهلة، كما فعلوا في الحرب العالمية الأولى. وقد كانت تلك المكاسـب مصدراً للانتقاد الشعبي، حيث شعر الأمريكيون أن أعباء الحرب لم تنتقل بشـكل عادل، حيث يموت شـبابهم عبر البحار في حين تجني الشركات المكاسـب. ولقد أزالت الضريبة على المكاسب الزائدة التي تم تفعيلها من قِبل الكونجرس أثناء الحرب العالمية الثانية، علاوة الحرب التي توقعها المستثمرون من الأزمة.

اليوم الســابق لهجوم اليابانيين على بيرل هاربور، كانت أسهم داو منخفضة بنسبة ٢٥٪ عــن ارتفاعها في ١٩٣٩م، ولا زالت أقل بمقــدار الثلث من ذروتها في ١٩٢٩م. ولقد هبطت الأســهم بنســبة ٣,٥ ٪ في اليوم التالي لبيرا هاربور، واســتمرت في الهبوط حتى وصلت لأقل مســتوى لها في ٢٨ أبريل ١٩٤٢م، عندما عانت الولايات المتحدة من الخســائر في الشــهور الأولى من حرب المحيط الهادئ.

ولكن عندما مالت دفة الحرب لصالح الحلفاء، بدأت السوق في الصعود. حينئذ وقعت ألمانيا على استســلامها غير المشروط في ٧ مايو ١٩٤٥م. كان داو الصناعي أعلى بنســبة ٢٠٪ من مستويات ما قبل الحرب. ولقد تسبب إلقاء القنبلة الذرية على هيروشيما، وهو حدث محوري في تاريخ الحرب، في اندفاع الأســهم بقوة ١,٧ ٪ عندما أدرك المســتثمرون أن نهاية الحرب وشيكة. ولكن لم تثبت الحرب العالمية الثانية أنها مربحة للمستثمرين مثل الحرب الأولى، حيث كانت داو مرتفعة بنســبة ٣٠٪ خلال الست سنوات، منذ الغزو الألماني لبولندا وحتى يوم الانتصار على اليابان.

صراعات ما بعد ١٩٤٥م:

فاجأت الحرب الكورية المستثمرين. عندما قامت كوريا الشمالية بغزو جارتها الجنوبية في ٢٥ يونيــو ١٩٥٠م، انخفــض مؤشر داو بنحو ٤,٦٥٪، أكثر مــن اليوم التالي لبيرل هاربور، ولكن تم احتواء رد فعل السوق للأزمة المتصاعدة، ولم تهبط الأسهم ثانية أبداً بأكثر من ١٢٪ تحت مستواها قبل الحرب.

كانت حرب فيتنام هي الأطول والأقل شــعبية من بين جميع حروب الولايات المتحدة. يمكــن أن يتم تحديد نقطــة بداية تورط الولايات المتحدة في الــصراع بتاريخ ١٩٦٤/٨/٢م، عندما تم الإبلاغ عن الهجوم على اثنتين من المدمرات الأمريكية في خليج تونكين.

ســنة ونصف بعد حادثة خليــج تونكين، بلغت داو ارتفاعاً أكثر مــن كل الأوقات يبلغ ٩٩٥ بنســبة أكثر من ١٨٪ من قبل الهجوم، ولكنها هبطت تقريباً بنســبة ٣٠ ٪ في الشهور التالية، بعدما شدد الاحتياطي الفيدرالي من الدين لتطويق التضخم. في تلك الأثناء، وصلت قوة الجيش الأمريكي ذروتها في بداية ١٩٦٨م، ثم تعافى الســوق. بعد عامين، عندما أرســل

نيكســون القوات إلى كمبوديا وارتفعت معدلات الفائــدة، وبدأ يلوح الركود الاقتصادي في الأفق، هبطت السوق مرة أخرى بنحو ٢٥٪ تقريباً عن نقطة ما قبل الحرب.

تم توقيع ميثاق الســلام بين الفيتناميين الشماليين والأمريكيين في باريس بتاريخ ١/٢٧، ولكن كانت المكاســب التي حققها المستثمرون خلال ثماني سنوات للحرب قليلة إلى حدٍ ما، حيث ظلت السوق متراجعة بسبب التضخم المتزايد ومعدلات الفائدة، بالإضافة إلى مشاكل أخرى غير متعلقة بحرب فيتنام بشكل مباشر.

إذا كانــت حرب فيتنام هي أطول حــروب أمريكا؛ لأن حرب الخليج ضد العراق١٩٩١م في الشرق الأوســط هي أقصرها. حدثت البداية في ١٩٩٠/٨/٢م عندما قامت العراق بغزو الكويت، متســببة في رفع أســعار البترول إلى السماء ومشعلة منشــأة عسكرية أمريكية في الســعودية. وقد تلازم ارتفاع ســعر البترول مع إبطاء موجود بالفعل في الاقتصاد الأمريكي، مما قاد الولايات المتحدة في الصراع بشــكل أعمق. انخفض ســوق الأسهم بشكل حاد، وفي ١١ أكتوبر انخفض مؤشر داو بنحو ١٨ ٪ عن مستوياتها قبل الحرب.

بدأت الولايات المتحــدة التصرف الهجومي في ١٩٩١/١/١٧م، وكانت الحرب الرئيســية الأولى التــي تندلــع في العالم، حيث كانت أســواق البترول والذهب والســندات الحكومية الأمريكية يتم تداولها على مدار الســاعة في طوكيو وسنغافورة ولندن ونيويورك. استنتجت الأســواق المنتصرين في غضون ساعات. تم بيع الســندات في طوكيو لمدة دقائق قليلة بعد أخبــار قصف الولايات المتحــدة لبغداد، ولكن تســببت التقارير المذهلــة حول نجاحات الولايات المتحدة وحلفائها، في دفع السندات والأسهم اليابانية للأمام مباشرة خلال الدقائق القليلــة التالية. انهار ســعر البترول المباع في الشرق الأقصى، كــما هبط خام برنت من ٢٩ دولاراً للبرميل قبل القتال إلى ٢٠ دولاراً بعده.

في اليوم التالي، ارتفعت أســعار الأســهم حول العالم، حيث قفز مؤشر أســهم داو بنحو ١١٥ نقطة أي ٤,٤ ٪، وكانت هناك أرباح هائلة عبر أوروبا وآســيا. عندها، نشرت الولايات المتحدة القوات البرية لغزو الكويت. عرفت الســوق لمدة شهرين أن النصر أصبح في اليد. انتهت الحرب في ٢٨ فبراير. وبحلول أول أســبوع من مارس، كانت أسهم داو مرتفعة بأكثر من ١٨٪ عما كانت عليه قبل الحرب.

كما لوحظ في بداية هذا الفصل، بدأت الحرب على الإرهاب مع هجمات الإرهابيين على نيويورك والبنتاجون في ١١ سبتمبر ٢٠٠١م.

كان مؤشر داو الصناعي منخفضاً بحوالي ١٦ ٪ عن مستوى الإغلاق في ١٠ سبتمبر عند مستوى ٩,٦٠٦، وانخفض إلى مستوى أقل خلال اليوم بنسبة ٨,٠٦٢ يوم الجمعة ٢١ سبتمبر. ولكن انتعشت السوق بشدة مع الأسبوع التالي، وعادت حتى ٩,١٢٠ عند بداية الهجوم العسكري الأمريكي على طالبان في أفغانستان ٧ أكتوبر.

وبسبب سياسات التخفيف العنيفة من قِبل الاحتياطي الفيدرالي، والتنفيذ المبكر الناجح لحرب أفغانستان، تجاوز مؤشر داو في ١٣ نوفمبر مستواه في ١٠ سبتمبر، واستمر في الارتفاع حتى نهاية العام. وقد ارتفع داو إلى ٢٦,٣ ٪ بشكل مذهل خلال ثلاثة شهور، من انخفاض خلال اليوم ٨,٠٦٢ في ٢١ سبتمبر إلى ارتفاع خلال اليوم في ٢٨ سبتمبر.

استمرت السوق في صعودها حتى مستوى ١٠,٦٧٣ في ١٩ مارس ٢٠٠٢م، ولكن كانت السوق الراكدة التي بدأت منذ عامين، لم تنته بعد، حيث تسبب الركود الاقتصادي المجتمع مع فضيحة المحاسبة لإنرون وورلدكوم وأخرين في انخفاض الأسهم مرة أخرى، الذي لم ينتهِ إلا في ١٠ أكتوبر ٢٠٠٢م، عندما ضرب داو انخفاضٌ خلال اليوم يبلغ ٧,١٩٧. هبط مؤشر داو الصناعي خلال الانخفاض في ١٠ أكتوبر ٢٠٠٢م بنسبة ٣٩ نقطة عن ارتفاعه خلال اليوم بما يعادل ١١,٧٥٠ والذي بلغه في ١١ يناير ٢٠٠٠م، وهو هبوط يعتبر أقل من مؤشر S & P 500 الذي كان متضخماً بأسعار أسهم التقنية المبالغ فيها.

ولقد نشط السوق بعدها بما يزيد عن ٩,٠٠٠، ولكن تسبب القلق بخصوص عملية الولايات المتحدة الثانية في العراق في تراجع الأسهم إلى ٧,٥٢٤، بعد خمسة أشهر في ١١ مارس ٢٠٠٣م قبل الغزو بأيام. ولكن مثلما استجابت عندما بدأت حرب الخليج قبل ١٢ عاماً، نشطت السوق بأخبار الغزو واستمرت في الارتفاع، على الرغم من التمرد المتصاعد في العراق والذي جعل تلك الحرب بالتحديد غير شعبية.

على الرغم من هزيمة الجمهوريين في الكونجرس في شهر ١١من عام ٢٠٠٦م، وصلت الأسهم مستويات مرتفعة جديدة في صيف ٢٠٠٧م، أكثر من استعادة الأرضية التي تمت خسارتها أثناء ركود السوق في الفترة من ٢٠٠٠م إلى ٢٠٠٢م. كان العائد السنوي على السوق

في أوج قوته بنسبة ١٧,٥ ٪ سنوياً، وذلك في الفترة من نهاية مارس ٢٠٠٣م وهو الشهر الأول لغزو العراق، مروراً بيونيو ٢٠٠٧م حتى خرجت عن مسارها بحلول الأزمة المالية.

الخلاصة:

عند اســتقصاء أســباب الحركات الرئيسية للســوق، إنه لأمر مفاجئ إدراك أنه أقل من الربع يمكن أن يتصل بأحداث أخبار ذات أهمية اقتصادية أو سياسية رئيسية. ويؤكد هذا على عدم القدرة على التنبؤ بالسوق وبصعوبة توقع حركات السوق، حيث أصيب البائعون بالذعــر وقت اندلاع الحرب العالمية الأولى، ففوتوا عــام ١٩١٥م والذي كان هو الأفضل في ســوق الأســهم. ولكن الذين قاموا بالبيع عند بداية الحرب العالميــة الثانية معتقدين أنه قد يكون هناك إعادة لمكاســب الحرب العالمية الأولى، فقد تم إحباطهم بشدة بسبب قرار الحكومــة بتغطية مكاســب وقت الحرب. قــد تصدم أحداث الحرب الســوق على المدى القصير، ولكنها أثبتت أنها غير قادرة على التأثير على عائدات المدى الطويل، والتي أصبحت من سمات الأسهم على المدى الطويل.

الهوامش:

1. Table 16-1 excludes the 15.34 percent change from March 3 to March IS, 1933, to account for the U. S. Bank Holiday.
2. This expands the research originally published in David M. Cutler, James M. Poterba, and Lawrence H. Summers, “What Moves Stock Prices,” Journal of Portfolio Management, Spring 1989, pp. 4-12.
3. The decline in October 1989, although often attributed to the collapse of the leveraged buyout, can be questioned since the market was already down substantially on very little news before the collapse was announced.
4. Virginia Munger Kahn, Investor’s Business Daily, November 16, 1991, p. 1.

الفصل السابع عشر
الأسهم، والسندات، وتدفق البيانات الاقتصادية

«الشيء الذي يؤثر على سوق الأسهم هو كل شيء».

جيمس باليستد وود ١٩٦٦م.

إنهــا الثامنة وثمانٍ وعشرون دقيقة صباحــاً، بالتوقيت النهاري الشرقي من يوم الجمعة ٥ يوليو ١٩٦٦م. يكون يوم التعامل المحشــور بين أجازه رســمية في أمريكا ونهاية الأسبوع بطيئاً في المعتاد، وذا حركة أسعار وقيم قليلة. ولكن ليس اليوم، حيث يكون المتاجرون من أنحــاء العالم ملتصقين بمحطاتهم في قلق، تتجه أعينهم عــلى الأخبار التي تمر والتي تعرض آلاف العناوين يومياً. فقد ترقب جميع تجار الســندات الأســهم والعملة هذا اليوم طوال الأسبوع، حيث كانت دقيقتان فقط قبل الإعلان الأهم شهرياً؛ إحصائيات العمالة الأمريكية. كانت داو تتعامل في نقاط قليلة من ارتفاعها الدائم، والتي تم الوصول إليها في نهاية مايو. ولكن كانت معدلات الفائدة تتزايد، مما منح التجار أسباباً للقلق. في الدقيقة الثانية التالية عند الثامنة والنصف تماماً، مرت العناوين عبر الشاشة:

> «كشف الرواتب ارتفع إلى ٢٣٩,٠٠٠. البطالة في ست سنوات أقل بنسبة ٥,٣ ٪. ترتفع الأجور بمعدل ٩ ســنتات في الســاعة، وهــي الزيادة الأكبر في ثلاثين عاماً».

أشاد الرئيس كلينتون بالأخبار الاقتصادية، منادياً: «لدينا الاقتصاد الأمريكي الأكثر صلابة في جيل كامل. أخيراً، ترتفع أجور العمال الأمريكيين مجدداً».

ولكن كانت الأسواق المالية مذهولة، ولقد انهارت أسعار السندات طويلة المدى بسبب أن التجــار توقعوا دعم الاحتياطي الفيدرالي، وارتفعت معدلات الفائدة بنســبة ربع بالمئة تقريباً.

عــلى الرغم من أن ســوق الأســهم لن تفتــح لمدة ســاعة، هبطت التعامــلات الآجلة لمــؤشر S & P 500 والذي يمثل مطالبــات على هذا المؤشر القيــاسي، والمذكورة بالتفصيل

في الفصل التـالي حوالي ٢٪. وقد بيعت أسـواق الأسـهم الأوروبية كلها فـوراً والتي كانت مفتوحة لسـاعات. ولقد هبطت المؤشرات القياسـية: DAX في ألمانيا، وCAC في فرنسا، FT-SE في بريطانيا فوراً بحوالي ٢٪ خلال ثوان. فقدت أسواق الأسهم في العالم ٢٠٠ بليون دولار، وهبطت أسواق السندات العالمية إلى أقل قدر.

يسـتعرض هذا الحـدث أن الذي يفسره الشـارع الرئيسي على أنه أخبـار جيدة، غالباً ما يكون أخباراً سـيئة بالنسـبة لوول سـتريت. وسـبب ذلك، أن ما يحرك البورصة ليس فقط المكسب المجرد، ولكن لمعدلات الفائدة؛ والتضخم؛ والتوجه المستقبلي للسياسة المالية للاحتياطي الفيدرالي، تأثير رئيسي أيضاً.

البيانات الاقتصادية والسوق:

الأخبار تحرك الأسواق. لا يمكن التنبؤ بتوقيت العديد من الأخبار، مثل: الحرب، والتطورات السياسية، والكوارث الطبيعية. وعلى العكس، تأتي الأخبار القائمة على بيانات حول الاقتصاد في مواعيد معلنة مسـبقاً والتي يتم وضعها سـنة أو أكثر مقدماً. في الولايات المتحدة، يوجد المئات من الأخبار الاقتصادية المجدولة سـنوياً أغلبها من قِبل الهيئات الحكومية، ولكن من قِبـل الشركات الخاصة بشـكل متزايد. تتعامل جميع الإعلانـات فعلياً مع الاقتصاد، خاصة النمو الاقتصادي والتضخم، وكلٌّ له القدرة على تحريك السوق بشكل كبير.

تقوم البيانات الاقتصادية بتشكيل الطريقة التي يعرض بها التجار الاقتصاد فقط، ولكن تؤثـر على توقعات التجار بالطريقة التي سـوف ينفذ بها البنك المركزي سياسـته النقدية. يزيد كل من النمو الاقتصادي الأقوى أو التضخم الأكبر من احتمالية أن يقوم البنك المركزي، إما بتشديد أو إيقاف تخفيف السياسة النقدية. تؤثر كل هذه البيانات على توقعات التجار حول المسار المستقبلي لمعدلات الفائدة، والاقتصاد وأسعار الأسهم في النهاية.

مبادئ ردة فعل السوق:

لا تسـتجيب الأسـواق مباشرة إلى ما يتم إعلانه، ولكن تستجيب إلى الاختلاف بين الذي يتوقـع التجـار حدوثه وما يحدث بالفعل بدلاً من ذلك. لا يهم بالنسـبة للاقتصاد سـواء كانت الأخبار جيدة أم سـيئة. إذا كانت السـوق تتوقع أن ٢٠٠,٠٠٠ وظيفة فقدت الشهر

الماضي، ولكن يبين التقرير أنه تم فقد ١٠٠,٠٠٠ وظيفة فقط، سوف يتم اعتبار ذلك أخباراً اقتصاديــة «أقوى مــن المتوقع» من قِبل الأســواق المالية - لديها تقريبــاً نفس التأثير على الأســواق الذي سيكون عندما تجني السوق ٢٠٠,٠٠٠ وظيفة، في حين توقعت السوق جني ١٠٠,٠٠٠ فقط.

ويكمن السبب وراء استجابة السوق فقط، إلى الفرق بين التوقعات وما يحدث بالفعل، في أن أســعار الضمانات تدمج بالفعل جميع المعلومات المتوقعة. إذا تم التوقع بأن شركة ما تســجل عائدات ســيئة، فإن الســوق تكون بالفعل ثمنت تلك المعلومة الكئيبة إلى سعر السهم. إذا لم يكن تسجيل النتائج سيئاً كما كان متوقعاً، فسوف يرتفع السعر عند الإعلان. ينطبق نفس المبدأ على استجابة أسعار البورصة الأجنبية والسندات إلى البيانات الاقتصادية.

وكذلــك، ولفهم لماذا يتحرك الســوق بالطريقــة التي يتحرك بها، يجــب عليك تحديد توقعات الســوق بالنسبة للبيانات المعلنة. يتم تجميع توقع السوق، والذي غالباً ما يطلق عليــه التقدير الإجماعي، عن طريق الأخبــار ومنظمات البحث، حيث يقومون باســتفتاء الاقتصاديــين والمتنبئين المحترفين والتجار والمشــاركين الآخرين بالســوق؛ من أجل تنبؤاتهم عن الإعلان الحكومي أو الخاص القادم. يتم إرســال نتائج مسوحاتهم إلى الصحافة المالية، وتسجل بشكل واسع في العديد من وسائل الأخبار الأخرى[١].

محتوى المعلومات للبيانات الصادرة:

يتــم تحليل البيانات الاقتصادية من أجل احتوائها على نمو اقتصادي مســتقبلي؛ تضخم أو سياســة بنك مركزي. وتلخص العوامل التالية استجابة سوق السندات إلى إطلاق بيانات متعلقة بالنمو الاقتصادي:

> «يتســبب النمو الاقتصادي الأقوى من المتوقع في ارتفاع معدلات الفائدة طويلــة وقصيرة المدى، ويتســبب النمو الاقتصــادي الأضعف من المتوقع في هبوط معدلات الفائدة».

يرفــع النمو الاقتصادي الأسرع مــن المتوقع من معدلات الفائدة لعدة أســباب: أولها، النشاط الاقتصادي الأقوى يجعل العملاء يشعرون بثقة أكبر، ورغبة أكبر في الاقتراض مقابل

الدخل الآجل، طلب متزايد على القروض. يدفع النمو الاقتصادي الأسرع أيضاً الشركات إلى التوســع في الإنتاج. وكنتيجة، ســيكون من المحتمل بالنسبة لكل من الشركات والعملاء، أن يزيد من طلبهم على الاقتراض ودفع معدلات الفائدة للأعلى.

الســبب الثاني وراء ارتفاع معــدلات الفائدة بالتزامن مع تســجيل اقتصادي أقوى من المتوقــع، هو أن مثل هــذا النمو قد يكون تضخمياً، خاصة إذا كان قريباً من نهاية توســع اقتصــادي. نــادراً ما يكــون النمو الاقتصادي المرتبــط بزيادات في الإنتاجيــة، والذي كثيراً ما يحدث في المراحل المبكرة والوسطى من التوسع التجاري تضخمياً.

بالعودة إلى المثال الســابق، كانت المخاوف التضخمية هي السبب الأساسي وراء تحليق معدلات الفائدة، عندما أطلق حزب العمل تقريره في ٥ يوليو ١٩٩٦م.

تخوف التجار من أن الزيادة الكبيرة في الأجور بســبب أسواق العمل المرتفعة والبطالة المنخفضة قد تسبب التضخم، وهو عدو لكل من سوق السندات والأسهم.

وللتقارير حول النمو الاقتصادي تأثيرات مهمة أيضاً على قرارت البنوك المركزية. إن التهديد التضخمي الناجم عن اقتصادٍ قوي من المحتمل أن يدفع البنك المركزي إلى التضييق والحد من الائتمان. إذا كان الطلب الكلي يتمدد بسرعة شديدة بالنسبة لإمدادات البضائع والخدمات، يمكن أن ترفع السلطة المالية من معدلات الفائدة لكي تمنع الاقتصاد من التدهور.

وبالطبع، في حالة تقرير العمالة الأضعف من المتوقع، سترتفع سوق السندات بانخفاض معدلات الفائدة في الاستجابة إلى الطلب الضعيف على الائتمان والضغوط التضخمية الأقل. تذكر أن أسعار السندات تتحرك في الاتجاه المعاكس لمعدلات الفائدة.

من العوامل الهامة أن السوق يستجيب بشكل أكثر قوة، بعد العديد من التقارير المماثلة التــي تتحرك في ذات الاتجاه. على ســبيل المثال، إذا كان تقريــر التضخم أعلى من المتوقع، فســوف تستجيب السوق في الشهر التالي بشــكل أكثر قوة إلى قراءة أخرى أكثر من المتوقع. وســبب ذلك، هو أنه يوجد الكثير من الضوضــاء في التقارير الفردية، وقد يمكن التراجع عن ملاحظة شــهرية فردية في البيانات التالية. ولكن إذا أكدت البيانات التالية التقرير الأصلي، يكون الأكثر احتمالية أنه تم بناء اتجاه جديد، وسوف يتحرك السوق وفقاً لذلك.

النمو الاقتصادي وأسعار الأسهم:

يتفاجـأ الـرأي العام وحتـى الصحافة المالية عندما يتسـبب تقريـر اقتصادي قوي في انخفاض سوق الأسهم. ولكن يوجد للنمو الاقتصادي الأقوى من المتوقع اثنان من التأثيرات الهامة على سـوق الأسـهم، ويسـحب كل منهما في الاتجاه المعاكس، حيث يزيد الاقتصاد القوي من المكاسب المستقبلية للشركات، والتي تكون صاعدة بالنسبة للأسهم، ولكنها ترفع أيضاً من معدلات الفائدة والتي ترفع من معدل الخصم، والتي يتم تخفيض تلك المكاسـب الآجلة عندها. وبالمثل، قد يقلل تقرير اقتصادي ضعيف من المكاسب المتوقعة. ولكن إذا انخفضت معدلات الفائدة، فمن الممكن أن تصعد أسعار الأسهم بسبب انخفاض المعدلات التي يتم خصم تلك المكاسـب عندها. إنه صراع، في ضوء أسـعار الأصول، بين البسط الذي يحتوي على التدفقات النقدية المستقبلية، والمقام الذي يخصم تلك التدفقات النقدية.

أي تأثير هو الأقوى - التغير في معدل الفائدة أم التغير في المكاسـب المشـتركة - يعتمد غالباً على موقع الاقتصاد بالنسـبة للدورة التجارية[٢]. توضح التحليلات الأخيرة أنه في حالة الركود، يزيد التقرير الاقتصادي الأقوى من المتوقع من أسعار الأسهم، حيث تكون التأثيرات على المكاسب المشتركة أهم من التغير في معدلات الفائدة في تلك المرحلة من دورة الأعمال.

وعكسـياً، يخفض التقرير الأضعف من المتوقع من أسـعار الأسـهم. خلال التوسعات الاقتصاديـة، وخاصة نحو نهاية التوسـع، يكون تأثير معدل الفائدة دائماً أقوى بسـبب أن التضخم يعد تهديداً أكبر.

ينظر العديد من تجار الأسـهم إلى حركات سـوق السـندات لكي يقودوا تجارتهم، وهذا حقيقة بالنسبة لمدراء المحافظ الاستثمارية، الذين يوزعون محافظهم بين الأسهم والسندات عـلى أسـاس التغير في معدلات الفائدة وعائدات الأسـهم المتوقعـة. عندما تهبط معدلات الفائدة بعد تقرير اقتصادي ضعيف، يكون هؤلاء المسـتثمرون جاهزين فوراً لزيادة نسـبة الأسهم التي يمتلكونها، حيث إن العائدات النسبية على الأسهم أو السندات في تلك اللحظات تغيرت لصالح الأسـهم. ومن الناحية الأخرى، قد يبيع المسـتثمرون الذين يدركون أن تقرير التوظيف الضعيف يعني مكاسب آجلة ضعيفة الأسهم. كثيراً ما يتذبذب سوق الأسهم خلال اليوم، في حين يستوعب المستثمرون تأثيرات البيانات بالنسبة للمكاسب ومعدلات الفائدة.

تقرير العمالة:

يعتــبر تقرير العمالة الذي يجمعه مكتب إحصــاءات العمل هو تقرير البيانات الوحيد الأكثر أهمية، والذي يتم إطلاقه بواســطة الحكومة شــهرياً. من أجل قياس العمالة، يقوم مكتــب إحصاءات العمل باثنــين من الأبحاث المختلفة تماماً؛ واحــد لقياس العمالة والآخر لقياس البطالة. يقوم مســح كشف الرواتب بحســاب العدد الكلي للوظائف التي تمتلكها الشركات في كشــوف حســاباتها، في حين يقوم المسح المنزلي بحســاب عدد الأشخاص الذين يبحثون عن وظائف. يجمع بحث كشوف الرواتب الذي يطلق عليه أحياناً المسح المؤسسي، بيانــات الرواتــب من حوالي ٤٠٠,٠٠٠ مؤسســة أعمال وعامل حكومــي، يغطي حوالي ٥٠ مليون عامل، وحوالي ٤٠٪ من القوة العاملة الكلية. إن هذا المسح الذي يستخدمه معظم المتوقعين للحكم على المســار المســتقبلي للاقتصــاد، يعتبر التغير في رواتــب الوظائف غير الزراعية (يســتثنى عدد عمال الزراعــة، حيث إنها متغيرة جداً وغــير مرتبطة بالاتجاهات الاقتصادية الدورية).

يتــم تحديــد معدلات البطالة من خلال مســح آخر مختلف تماماً عن مســح الرواتب، حيث إن معدل البطالة هو ما يصل كثيراً على أعلى العناوين في أخبار المســاء. يتم حساب معدلات البطالة من «المســح المنزلي»، حيث يتم تجميــع بيانات من حوالي ٦٠,٠٠٠ قطاعٍ منزلي، ويســأل من بين أســئلة أخرى عما إذا كان أي شــخص بالمنزل يسعى للعمل بشكل نشِــط خلال الأسابيع الأربعة الماضية. يتم تصنيف هؤلاء المجيبين بنعم كغير عاملين. يتم تقســيم العدد الناتج من الأشــخاص الغير عاملين على عدد الأفراد في القوة العاملة الكلية، والذي يســاوي نسبة البطالة. تشكل القوة العاملة في الولايات المتحدة والتي تحدد بهؤلاء العاملــين بالإضافة إلى غــير العاملين، ما يقرب من ثلثي تعــداد البالغين، وقد ارتفعت تلك النســبة بشكل مســتقر في الثمانينيات والتســعينيات، حيث حصل المزيد من النساء على العمل بنجاح، ولكنها انخفضت مؤخراً.

قد تكون إحصائيات مكتب إحصاءات العمل شــديدة الصعوبة في التفسير. وبسبب أن بيانــات الرواتب المنزلية تقوم على أبحاث مختلفــة كلياً، فإنه ليس من غير المعتاد لرواتب العمالة أن ترتفع في نفس الوقت الذي ترتفع فيه معدلات البطالة وهكذا. ولسبب واحد؛

هو أن مسح الرواتب يحسب الوظائف في حين يحسب المسح المنزلي الأشخاص. لذلك، يتم حساب الأشخاص ذوي الوظيفتين مرة واحدة في المسح المنزلي، ولكن مرتين في مسح الرواتب. علاوة على ذلك، لا يتم حساب الأشخاص ذوي الأعمال الحرة في مسح الرواتب، ولكن يتم حسابهم في المسح المنزلي. في النهاية، قد تتسبب الزيادة في عدد الباحثين عن عمل في المراحل المبكرة من التعافي الاقتصادي في زيادة نسبة البطالة؛ بسبب تدفق الباحثين عن عمل إلى سوق عمل متطورة.

ولهذه الأسباب، يقوم العديد من الاقتصاديين والمتنبئين بتقليل أهمية نسبة البطالة في التنبؤ بدورة الأعمال، ولكن لا يلغي هذا من الأثر السياسي لهذا العدد. تعتبر نسبة البطالة بمثابة رمز مفهوم بسهولة يمثل نسبة القوة العاملة التي تبحث عن عمل ولكن لا تجد. ينظر الكثير من العامة إلى هذه الإحصائية أكثر من أي واحدة أخرى؛ للحكم على صحة الاقتصاد. بالإضافة إلى ذلك، جعل رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي نسبة البطالة بمثابة بداية لمتى يجب أن يبدأ الاحتياطي الفيدرالي، في زيادة معدلات الفائدة بعد الأزمات المالية والكساد العظيم. بناءً عليه، يعتبر معدل البطالة الآن هاماً جداً بالنسبة للتجار ومراقبي السوق.

منذ ٢٠٠٥ أطلقت شركة معالجة البيانات الآلية بيانات الرواتب الخاصة بها، والتي أطلق عليها تقرير التوظيف الوطني لمعالجة البيانات الآلية، قبل تقرير مكتب إحصائيات العمل بيومين. ويكون تقرير معالجة البيانات الآلية قياساً للعمالة الخاصة غير الزراعية، استناداً إلى نصف زبائن الأعمال الأمريكيين الـ ٥٠٠,٠٠٠ تقريباً، وحوالي ٢٣ مليون صاحب عمل. ولأن معالجة البيانات الآلية تتعامل مع رواتب واحدة من كل ست شركات قطاع خاص في الولايات المتحدة، في كل فترة دفع عبر نطاق واسع من الصناعات وأحجام الشركات والمناطق الجغرافية، تُقدم أعداد معالجة البيانات الآلية دليلاً جيداً لبيانات العمل القادمة.

دورة الإعلانات:

يعتبر تقرير التوظيف واحداً فقط من عديد الإعلانات الاقتصادية التي تأتي كل شهر. يوضح الشكل (١٧-١) التواريخ المعتادة لإطلاق تقارير البيانات المتنوعة في شهرٍ ما.

الاثنين	الثلاثاء	الأربعاء	الخميس	الجمعة
١ ١٠:٠٠ شراء مؤشر مؤشر مدير الشراء **	٢ مبيعات السيارات*	٣ ٨:١٥ معالجة البيانات آليًا شركات التوظيف** ١٠:٠٠ مؤشر مدير الشراء خدمة **	٤ ٨:٣٠ مطالبات العاطلين** تقرير التجارة*	٥ ٨:٣٠ تقرير العمالة ****
٨	٩	١٠	١١ ٨:٣٠ مطالبات العاطلين**	١٢ ٨:٣٠ مؤشر القوة الشرائية**** 9:55 مؤشر جامعة متشجن لقياس ثقة العملاء
١٥ ٨:٣٠ بنك نيويورك المركزي	١٦ ٨:٣٠ مؤشر أسعار المستهلك *** 9:15 المنتجات الصناعية* ١٠:٠٠ مؤشر الرابطة القومية لبناة المنازل**	١٧ ٨:٣٠ بدايات الإسكان*** تصاريح البناء***	١٨ ٨:٣٠ مطالبات العاطلين** ١٠:٠٠ البنك المركزي فيلادلفيا*	١٩
٢٢ ١٠:٠٠ مبيعات المنازل الموجودة**	٢٣ ٨:٣٠ طلبات البضائع المعمرة**	٢٤ ١٠:٠٠ مبيعات المنازل الجديدة*	٢٥ ٨:٣٠ مطالبات العاطلين** السلع المعمرة**	٢٦
٢٩	٣٠ ٨:٣٠ الناتج المحلي الكلي الربع سنوي*** ٩:٠٠ أسعار منازل كيس شيللر* ١٠:٠٠مؤتمر ثقة مجلس المستهلك*	٣١ ٨:٣٠ مؤشر استهلاك الموظف* الدخل والإنفاق ومخفض مؤشر نفقات الإنفاق الشخصي*** ٩:٤٥ مؤشر مدير الشراء شيكاغو*		

تصنف Start الأهمية بالنسبة للسوق حيث: (****= الأكثر أهمية).

يمثل عدد Start أهمية التقرير بالنسبة للسوق المالي.

الشكل (١٧-١) تقويم بيانات اقتصادية شهرية معيارية

يعتبر تقرير معالجة البيانات الآليــة للرواتب بمثابة تجميع للبيانات الهامة حول النمو الاقتصادي الذي نتج على مدار الشــهر. في يوم العمل الأول من كل شهر، يتم إطلاق مسح بواسطة معهد إدارة الموارد (الرابطة القومية لإدارة البيع سابقًا) يُسمى: مؤشر إدارات البيع.

يقوم تقرير المعهد بمســح حوالي ٢٥٠ وكالة شراء من الشركات الصناعية، واستفســارات أخــرى حول انخفاض أو ارتفاع الطلبيــات والإنتاج والتوظيف أو المؤشرات الأخرى، ويصيغ مــؤشراً من تلك البيانات. تشــير قراءة ٥٠ إلى أن نصف المديرين ســجلوا نشــاطاً مرتفعاً، وسجل النصف الأخر نشاطاً منخفضاً. تكون القراءة ٥٢ أو ٥٣ علامة على الاقتصاد المتوسع بشــكل طبيعي. تمثل قراءة ٦٠ اقتصاداً قوياً يســجل فيه ثلاثة أخماس المديرين نمواً. تمثل القراءة أقل من ٥٠ قطاعاً تصنيعياً منكمشاً، وغالباً ما تكون القراءة أقل من ٤٠ علامة على الركــود. بعد يومين، في اليوم الثالث من العمل بالشــهر، ينشر معهــد إدارة الموارد مؤشراً مماثلا للقطاع الخدمي للاقتصاد.

توجــد إصــدارات أخرى مــن تقارير البيانات التــي تصدر في وقتها بدقة عن النشــاط التصنيعي. ويصدر تقرير مديري شراء شيكاغو عن يوم العمل الأخير في الشهر، وهو اليوم الســابق لتقرير مــؤشر إدارات البيع الوطنــي (PMI)، حيث إن منطقة شــيكاغو متنوعة جداً في التصنيع أيضاً. لذلك، يتحرك مؤشر شــيكاغو في نفس الاتجاه في ثلثي الحالات مثل المؤشر القومي. منذ عام ١٩٦٨م، تم نشر تقرير التصنيع الاحتياطي الفيدرالي لفيلاديلفيا في الخميس الثالث من كل شــهر، الأمر الذي يجعل منه تقرير التصنيع الأول الذي يتم نشره شــهرياً. ولكن في الســنوات الأخيرة، نشر الاحتياطي الفيــدرالي بنيويورك، بدون أن تتفوق جارتهــا الجنوبية عليها، تقرير دولة الإمبراطورية عن التصنيــع بنيويورك مبكراً بعدة أيام. ومنــذ ٢٠٠٨م، نشرت مجموعة ماركت المحــدودة (Markit group)، وهي شركة خدمات معلومــات مالية قائمة في لندن، تقارير إدارات البيــع للعديد من البلدان الأجنبية (بما فيها الولايات المتحدة)، والذي جاء قبل تقرير معهد إدارة الموارد (ISM).

وتعتبر مؤشرات صحة المستهلك على قدر من الأهمية أيضاً؛ واحد من جامعة ميتشغان والآخر من مؤتمر المجلس، وهي منظمة تجارة أعمال، حيث تسأل تلك الاستبيانات العملاء حول الموقف المالي الحالي لهم وتوقعاتهم للمستقبل. يعتبر مسح مجلس المؤتمر الذي نشر

في الخميس الأخير من الشهر، مؤشراً مبكراً جيداً لإنفاق المستهلك. ولسنوات عديده، لم يتم نشر مؤشر جامعة ميتشغان الشهري حتى بعد إطلاق مجلس إدارة المؤتمر. ولكن الضغوط مــن أجل الحصول على تقارير بيانات مبكرة، أقنعــت الجامعة بإطلاق تقرير تمهيدي قبل مجلس إدارة المؤتمر.

تقارير التضخم:

عــلى الرغم من أن تقارير العمالة تشــكل تتويجاً للأخبار حول النمو الاقتصادي، يعرف السوق أن الاحتياطي الفيدرالي يهتم بنفس القدر إذا لم يكن أكثر ببيانات التضخم. وسبب ذلــك، أن التضخم هو المتغير الأســاسي الذي يمكــن للبنك المركزي التحكــم به على المدى الطويــل. تصل بعض العلامــات المبكرة حول الضغوط التضخمية مــع إحصاءات التضخم بمنتصف الشهر.

يعتــبر مؤشر ســعر المنتج (PPI) بمثابة أول تقرير شــهري للتضخــم، والذي عرف قبل ١٩٧٨م «كمؤشر ســعر بيع الجملة». كما يعتبر مؤشر ســعر المنتج الذي نشر لأول مرة في ١٩٠٢م، واحداً من أقدم السلاسل المستمرة للبيانات الإحصائية المنشورة من قِبل الحكومة.

مؤشر سعر المنتج يقيس الأسعار التي تلقاها المنتجين للسلع عند مستوى البيع بالجملة، وهي المرحلة التي تسبق إعادة بيع السلع للعامة.

ويــأتي حوالي ربع مؤشر أســعار الشركات المنتجة من ســعر الســلع الإنتاجيــة المباعة للمصنعين، ويكون حوالي ١٥٪ من مؤشر أسعار الشركات المنتجة متعلق بالطاقة، ولا توجد خدمات في مؤشر أســعار الشركات المنتجة. وفي نفــس الوقت الذي يتم الإعلان عن مؤشر أسعار الشركات المنتجة، تم إصدار مؤشرات أسعار البضائع الخام والوسيطة (غالباً ما يُسمى: تضخم خط الأنابيب)، وكلاهما تتبع التضخم في المراحل الأولى من الإنتاج.

إعلان التضخم الشــهري الثاني، والذي يلي مؤشر أســعار الشركات المنتجة بيوم أو أكثر، هو مؤشر لأســعار المســتهلك الأكثر أهمية (CPI). يشمل مؤشر أســعار المستهلك أسعار الخدمات إلى جانب خدمات البضائع، والتي تشــمل الإيجار والإســكان والنقل والخدمات الطبية، والتي تشكل الآن أكثر من نصف قيمة مؤشر أسعار المستهلك.

يعتبر مؤشر أسـعار المسـتهلك المقياس الرئيسي للتضخم. وعند إجراء مقارنات مسـتوى الأسعار - المقارنات الدولية والتاريخية - يكون مؤشر أسعار المستهلك هو المؤشر المختار دائماً.

مؤشر أسـعار المستهلك هو مؤشر الأسـعار الذي ترتبط به العقود العامة والخاصة، إلى جانب الضمان الاجتماعي والشرائح الضريبية للحكومة.

السـوق المالي ربما يعطى وزناً أكثر قليلاً لمؤشر أسـعار المسـتهلك أكثر منه لمؤشر أسعار المنتج؛ بسـبب اتساع استخدام مؤشر أسـعار المسـتهلك كمؤشر عام ولأهميته السياسية. لكن العديد من الاقتصاديين يعتبرون مؤشر أسـعار المنتج أكثر حساسية لاتجاهات الأسعار المبكرة، حيث إن التضخم غالباً يظهر في مسـتوى البيع بالجملة قبل أن يظهر في مسـتوى البيع بالتجزئة.

التضخم الرئيسي:

من المهم للسـوق ليـس فقط معرفة معدل التضخم العام، بـل معرفة معدل التضخم الذي يتم احتسابه لجميع السلع، باستثناء قطاعي الغذاء والطاقة اللذين يتسمان بالتقلب. منذ أن كان للطقس تأثير كبير على أسـعار الغذاء، فإن ارتفاع أو انخفاض سـعر الغذاء بعد شـهر ليس له معنى كبير لاتجاه التضخم العام. بالمثل، ترجع تقلبات أسـعار النفط والغاز الطبيعي إلى أحوال الطقس وتعطل الإمدادات المؤقتة، والمضاربة التي لا تسـتمر بالضرورة إلى أشهر مقبلة. وللحصول على مؤشر التضخم الذي يقيس اتجاهات التضخم طويلة الأجل والأكثر اسـتمراراً، تحسب الحكومة أيضاً المستهلك الأساسي ومؤشرات أسعار المستهلك التي تقيس التضخم ماعدا الغذاء والطاقة.

يكون معدل التضخم الأسـاسي أكثر أهمية للبنوك المركزية في المؤشر العام الذي يشـمل الغذاء والطاقة؛ لأنه يحدد بشكل أفضل الاتجاه الكامن وراء الأسعار. عادةً ما يكون المتنبئون قادرين على التنبؤ بمعدل التضخم الأساسي أفضل من المعدل العام، منذ أن كان الأخير متأثراً بقطاعات الطاقة والغذاء المتقلبة. وقد لا يكون خطأ بنسـبة ثلاثة أعشـار نقطة مئوية، في التوقعـات الإجمالية لمعدل تضخم الشـهر بهذه الخطورة، ولكن مثـل هذا الخطأ يمكن أن يعتبر كبيراً جداً لمعدل التضخم الأساسي، ويمكن أن يؤثر بشكل كبير في الأسواق المالية.

المؤشر الذي استخدمه مجلس الاحتياطي الاتحادي كمؤشر لتضخمه الرئيسي، هو مخفض نفقات الاســتهلاك الشــخصي (PCE)، وهو مؤشر قياسي للأسعار تم احتسابه من حسابات الناتج المحلي الإجمالي لبند الاســتهلاك. ويختلف مخفض نفقات الاســتهلاك الشخصي عن مؤشر أســعار المســتهلك، في أن مؤشر تضخم نفقات الاســتهلاك الشخصي يستخدم برنامج ترجيح حديث، ويشــتمل على تكلفة التأمين الطبي المدفوع من صاحب العمل إلى جانب المدفــوع من الموظف. مؤشر تضخم نفقات الاســتهلاك الشــخصي ينخفض ما بين ربع إلى نصــف نقطة مئوية تحت مؤشر أســعار المســتهلك، وهو المؤشر الذي يشــير إليه المصرف الاحتياطي الفيدرالي بـــ ٢٪ من معدل تضخمه المستهدف.

تكاليف العمالة:

تتضخم تكاليف العمالة بسبب الإصدارات الهامة، حيث يحتوي تقرير الوظائف الشهري الذي يصدره مكتب إحصائيات العمل على بيانات عن معدل الأجر بالساعة، ويسلط الضوء على ضغوط التكلفة المتزايدة في ســوق العمل. حيث إن معدل تكلفة العمالة يصل تقريباً إلى ثلثي تكاليف الإنتاج الثابتة، والزيادة في الأجر بالســاعة عندما لا يكون التضخم نتيجة لزيادة في الإنتاج.

كما تصدر الحكومة بشكل ربع سنوي مؤشر تكلفة العمالة. يشمل هذا المؤشر تكاليف المزايا إلى جانب الأجور، ويُعتبر التقرير الأكثر شُمولية لتكاليف العمالة.

التأثير على الأسواق المالية:

يلخص الآتي تأثير معدل التضخم على الأسواق المالية:

تقريــر التضخم الأقل من المتوقع لخفض أســعار الفائدة والســندات المعززة وأســعار الأســهم. يرفع معدل التضخم الأقل من المتوقع من أسعار الفائدة، ويخفض أسعار الأسهم والســندات. معدل التضخم السيء للســندات يجب أن يأتي غير مفاجئ. الســندات هي اســتثمارات دخل ثابت والتي تكون تدفقاتها النقدية غــير مكيفة لمعدل التضخم. يطلب حمَلة السندات أسعار فائدة عالية؛ لحماية قوتهم الشرائية عندما يزيد معدل التضخم.

أسوأ مما كان متوقعاً، التضخم أيضاً سيء لسوق الأوراق المالية.

كما لوحظ في الفصل الرابع عشر، أثبتت الأسهم أنها تحوطات ضعيفة مقابل معدل التضخم على المدى القصير. يعلم مســتثمرو الســهم أن تفاقم التضخم يزيد معدل الضريبة الفعال في أرباح رأس المال، وتحث البنك المركزي لتشديد الائتمان ورفع أسعار الفائدة الحقيقية.

سياسة البنك المركزي:

إن سياسة البنك المركزي لها أهمية أساسية بالنسبة للأسواق المالية. ولقد وصف مارتن زويج المدير المالي الشهير العلاقة بهذه الطريقة:

في ســوق الأوراق المالية، كما هو الحال مع ســباق الخيل، يجعل المــال الفرس ينطلق. تبذل الأحوال النقدية تأثيراً ضخماً على أسعار الأسهم. حقاً؛ المناخ النقدي - في المقام الأول المناخ الســائد في أسعار الفائدة وسياسة الاحتياطي النقدي - هو العامل المهيمن في تحديد اتجاه سوق الأسهم الرئيسي[٣].

بيَّن الفصل السادس عشر أربعاً من أكبر خمس مسيرات اليوم في تاريخ وول استريت احتوت على سياسة نقدية. خفض أسعار الفائدة على المدى القصير وتقديم المزيد من القروض لنظام الخدمات المصرفية، هي مبادرات تقريباً موضع ترحيب للغاية من مستثمري الأسهم.

عندمــا يخفض البنــك المركزي الائتمان، هــذا يخفض المعدل الــذي ينخفض به تدفق مخــزون النقد المالي، ويحفز الطلــب والذي يزيد بدوره الأرباح في المســتقبل. عقد نظام الاحتياطي الفدرالي ثمانية اجتماعات مجدولة للجنة الســوق المفتوحة الفيدرالية في السنة، وبعــد كل واحد يتم إطلاق تصريح. آخر اجتماع كل ربع من الســنة، عندما عقد المصرف الاحتياطي الفدرالي مؤتمراً جديداً ذا أهمية خاصة.

تعتبر شهادة المصرف الاحتياطي الفيدرالي للكونجرس، خصوصاً الشهادة النصف سنوية للبيــت الأبيض ومجلس الشــيوخ في فبراير ويوليو، هامة جــداً. ولكن يمكن لرئيس اللجنة إسقاط تلميحات عن تغيير في اتجاه السياسة في أي وقت. لذا؛ فإن أي حديث لديه القدرة على تحريك الأسواق.

أشـار الفصل الرابع عشر إلى أنه منذ أواخر الخمسـينيات إلى نهاية الثمانينيات ارتبط تضييق الإنفاق بالعوائد المنخفضة في السنة التالية للقرار، في حين أدى التوسع في الإنفاق إلى تعزيز أداء السـوق. وحيث إن التغيرات في السلطة النقدية للمصرف الاحتياطي الفيدرالي متوقعة الآن مقدماً؛ فإن التغيرات في المعدل لم تعد موثوقة في السنوات الأخيرة.

لكن الخطوات المفاجئة داخل الاجتماع للبنك المركزي أقوى من أي وقت مضى. نصف النقطة غـير المتوقعة خفَّضت سـعر الفائدة على الأموال مـن ٥. ٦٪ إلى ٦٪، وحدثت في ٣ يناير ٢٠٠١م، أرسلت الـ S 500 وP مؤشراً عاماً ٥٪ وتكنولوجيا ناسداك الثقيلة تصل طول الوقت إلى ١٤,٢٪.

وعندما أعلن رئيس المصرف الاحتياطي الفيدرالي أن المصرف كان يخطط ليواجه تيسيره الكمي في ١٩ يونيو ٢٠١٣م، عانت أسـواق السندات والمخزون المالي من خسارتهم الأكبر في حوالي سنتين.

الحالة الوحيدة التي سوف تتخذ فيها الأسهم رد فعل سيء لتخفيف البنك المركزي، هي إذا سـهلت السـلطة النقدية إلى حد بعيد. لذلك، يخشى السوق زيادة في معدل التضخم. لكن إذا سـهل البنك المركزي بشكل مفرط، سوف يفضل المستثمر بأن تكون أسهماً على أن تكون سندات؛ لأن أصول الدخل الثابت تتأذى أكثر من الأسهم بالتضخم غير المتوقع.

الخاتمة:

ردود فعل الأسـواق المالية للإفراج عن بيانات اقتصادية ليسـت عشـوائية. ولكن بدلاً مـن ذلك، يمكن التنبؤ بهـا بتحليل اقتصادي. يرفع النمو الاقتصادي القوى بثبات أسـعار الفائدة، ويكون لديه تأثير غامض على أسعار الأسهم، خصوصاً في الدول المتأخرة عن التوسع الاقتصادي كمعركة ارتفاع أسـعار الفائدة ضد أرباح الشركات الأقوى. التضخم الأعلى سيء لكل من أسـواق الأسهم والسـندات. تخفيف البنك المركزي إيجابي للأسـهم وأثار تاريخياً بعـض أقوى مسـيرات الأسـهم. يؤكد هذا الفصـل رد الفعل قصير المدى للأسـواق المالية للبيانـات الاقتصادية. على الرغم من ملاحظة وفهم رد فعل السـوق، إلا أن الاسـتثمار في أساس هذه البيانات المصرح بها هو لعبة صارمة، والتي تبقت للمضاربين الذين يستطيعون التغلب على التقلبات قصيرة المدى. سوف يفعل معظم المستثمرين ما بوسعهم ليشاهدوا من الخارج، ويلتزموا بخطة استثمار طويلة المدى.

الهوامش:

1. Usually both the median and range of estimates are reported. The consensus estimate does vary a bit from service to service, but the estimates are usually quite close.
2. John H. Boyd, Jian Hu, and Ravi Jagannathan, "The Stock Market's Reaction to Unemployment News: 'Why Bad News Is Usually Good for Stocks,'" EFA 2003 Annual Conference, December 2002, Paper No. 699.
3. Martin Zweig, Winning on Wall Street, New York: Warner Books, 1986, p. 43.



الجزء الرابع
تقلبات الأسهم في المدى القصير



الفصل الثامن عشر
الصناديق المتداولة في البورصة، المستقبليات، وعقود الخيارات المالية

عندما كنت طفلاً، أعمل كساعي لميريل لينش مقابل ٢٥ دولاراً في الأسبوع، سمعت شخصاً كبيراً يقول: «أعظم شيء للمتاجرة هو التعاملات الآجلة للأسهم - ولكنك لا تستطيع القيام بذلك؛ لأنه مقامرة».

ليو ميلاميد ١٩٨٨م[١].

يعتقد وارين بافيت أن المستقبليات والخيارات يجب أن تصنف أنها غير قانونية، وأنا أتفق معه.

بيتر لينتش ١٩٨٩م[٢].

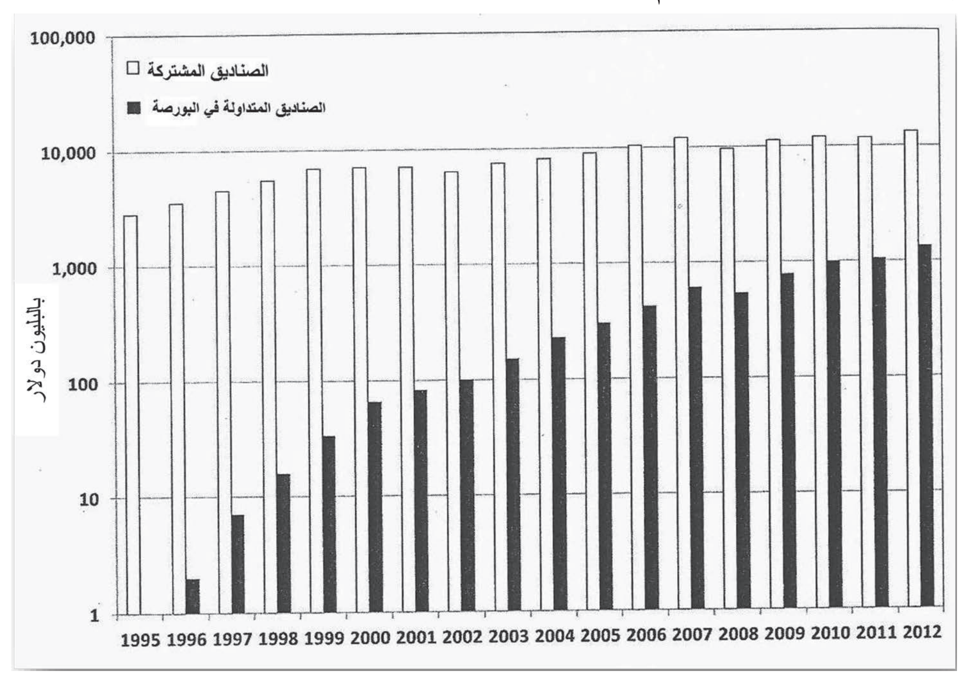
إذا كان لشخصٍ ما أن يسأل ما الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأسهم، والتي كان لها القيمة الأكبر مقوَّمةً بالدولار في الولايات المتحدة في ٢٠١٢م، ماذا ستخمن؟ أبل، جوجل، هواتف أريكسون؟ الإجابة المفاجئة هي ورقة مالية لم تكن موجودة قبل ١٩٩٣م، ولا تمثل حتى شركة. إن الورقة المالية ذات القيمة الأكبر والمقوَّمة بالدولار هي «العناكب»، وهو الاسم الشائع الذي أطلق على إيصالات إيداع S & P 500، وهو صندوق متداول بالبورصة يمثل قيمة مؤشر S & P 500. في عام ٢٠١٢م، تم التداول في أكثر من ٥٠ بليون سهم، مما يمثل قيمة أكثر من ٧ تريليون دولار.

الصناديق المتداولة في البورصة:

الصناديق المتداولة في البورصة هي الأدوات المالية الجديدة الأكثر نجاحاً وابتكاراً، منذ تم انتداب تعاقدات المستقبليات قبل عشرين عاماً. الصناديق المتداولة بالبورصة هي أسهم تصدر عن شركة استثمار تمثل حافظة أساسية، يتم التعامل بها خلال اليوم عندما تكون الأسعار محددة بالعرض والطلب. ولقد تتبعت الصناديق المتداولة بالبورصة الصادرة

في التســعينيات مؤشرات الأسهم المعروفة فقط، ولكنها بدأت مؤخراً تتبع المؤشرات المعدلة جديداً، وحتى المحافظ الاستثمارية المدارة بشكل نشط.

كان نمو الصناديق المتداولة في البورصة مفاجئاً. يوضح الشكل (١٨-١) نمو أصول الأموال المشــتركة والصناديق المتداولة في البورصة منذ ١٩٩٥م[٣]. في نهاية ٢٠١٢ كان مجموع أصول الصناديــق المتداولة في البورصة أكثر من ١,٣ تريليون دولار. وبرغم أن ١٠٪ فقط من ١٣٤ تريليون دولار في الصناديق القياســية المشتركة، فقد تزايدت الصناديق المتداولة في البورصة بمقدار ١٣ ضعفاً منذ ٢٠٠٢م.



الشكل (١٨-١) نمو الأموال المشتركة وأصول الصناديق المتداولة في البورصة ١٩٩٥م - ٢٠١٢م

كانت العناكب هي الصناديق المتداولة بالبورصة الأولى والأكثر نجاحاً، والتي أطلقت في ١٩٩٣م. ولكن سرعان ما ارتبطت العناكب بآخرين، كانت لهم أسماء شائعة مثل المكعبات، وهو إفساد لرمز مؤشر QQQ الممنوح لمؤشر Nadaq-100، الأوراق المالية الماسية، مع رمز المؤشر DIA والذي يمثل متوسط مؤشر داو جونز الصناعي.

تتعقـب الصناديق المتداولـة بالبورصة تلـك مؤشراتها الخاصة بشـكل قريب للغاية؛ وذلك لأن المؤسسـات المحددة وصانعي الأسواق والمسـتثمرين الكبار الذين يطلق عليهم «المشـاركون المخولون»، يمكنهم شراء الأسـهم الأساسـية للبورصة في المؤشر، وتوصيلها إلى جهـة الإصدار في مقابل وحدات من الصناديـق المتداولة في البورصة، وتوصيل وحدات من الصناديـق المتداولة في البورصة مقابل الأسـهم الأساسـية. يكون الحجـم الأدنى لمثل هذا التعامل الذي يُسـمى: وحدة إنشـاء، حوالي ٥٠,٠٠٠ سهم. على سبيل المثال، سوف يتلقى المشـارك المخول الذي يقوم بتوصيل ٥٠,٠٠٠ سـهم من العناكب إلى بنك وأمانات سـتيت سـتريت، سوف يتلقى عدداً موزعاً من الأسـهم لكل عضو من مؤشر S & P 500. يحافظ هؤلاء المشـاركون المخولون على أسـعار الصناديق المتداولة في البورصـة، قريبة للغاية من قيمة المؤشر. بالنسـبة للصناديق النشطة، مثل: العناكب والمكعبات، يكون الانتشار القائم بطلب العطاءات منخفضاً بما يعادل سنتاً واحداً.

يوجد مميزات كثيرة للصناديق المتداولة في البورصة أكثر من الصناديق المشـتركة. على عكس الصناديق المشتركة، يمكن بيع الصناديق المتداولة أو شراؤها في أي وقت خلال اليوم. ثانياً، يمكن للمسـتثمر أن يبيع الصناديق المتداولة سريعـاً، آملاً في أن يصنع ربحاً أكبر عن طريـق شرائها مجدداً بسـعر أقل. ويثبت هـذا أنه طريقة مقنعة جداً لمكاسـب حافظة التغطية (التحوط)، إذا خاف مسـتثمر من احتمالية سـقوط السـوق. وأخيراً، على عكس الصناديق المشتركة، تعتبر الصناديق المتداولة أقل خضوعاً للضرائب؛ لأنها لا تنتج أرباحاً على رأس المال تقريباً، سواء من مبيعات المستثمرين الآخرين أو من تغيرات المحافظ الاستثمارية في المؤشر. وسـبب ذلك، هو اعتبار التبادلات بين الصناديق المتداولة والأسـهم الأساسـية بمثابة تعاملات نوعية، وليست أحداثاً موجبة للضرائب. فيما يلي في هذا الفصل سيتم ذكر مميزات وعيوب الصناديق المتداولة، بالمقارنة إلى الصيغ البديلة لاستثمار المؤشر.

العقود المستقبلية التي تستند إلى مؤشرات الأسهم:

تعتـبر الصناديق المتداولة بالبورصة هي حصيلة واحدة مـن أهم ابتكارات التعامل في الخمسين عاماً الأخيرة، حيث تطورت العقود المستقبلية لمؤشر البورصة في أوائل الثمانينيات. على الرغم من الشـعبية الكاسحة لتلك الصناديق المتداولة الجديدة، لا تزال القيمة الكلية

للدولار في الصناديق المتداولة متضائلة بالنسـبة لقيمـة الدولار، الممثلة عن طريق العقود المسـتقبلية لمؤشر البورصة، والتي بدأ أغلبها التعامل في شـيكاغو ولكن تتم تجارتها الآن في التداولات الإلكترونية. غالباً ما تؤثر التغيرات في الشـعور الكلي السـائد بالسوق على سوق العقود المستقبلية للمؤشرات أولاً، وتنتقل إلى الأسهم المتداولة في نيويورك.

من أجل فهم كيف كانت أهمية العقود المستقبلية للمؤشرات بالنسبة إلى أسعار الأسهم في الثمانينيات والتسعينيات، لا يحتاج المرء سوى النظر إلى ما حدث في ١٣ أبريل ١٩٩٢.

فقـد بدأ كيوم تعاملٍ عادي. ولكن في حوالي السـاعة ١١:٤٥ صباحـاً، أُغلقت بورصتا العقود المستقبلية الكبيرتان بشـيكاغو: بورصة مجلس التجارة، وميركانتايل، عندما حدث تسرب ضخم من نهر شـيكاغو الذي يمر خلال أنفـاق تحت الحي المالي، وأدى إلى عمليات انقطاع شديد للطاقة. ويوضح الشكل (١٨-٢) حركة كلٍ من داو الصناعية والعقود الآجلة S & P خلال اليوم. بمجرد توقف التعامل في بورصة شيكاغو، هبط مستوى التغير في سوق الأسهم بشكل ملحوظ.

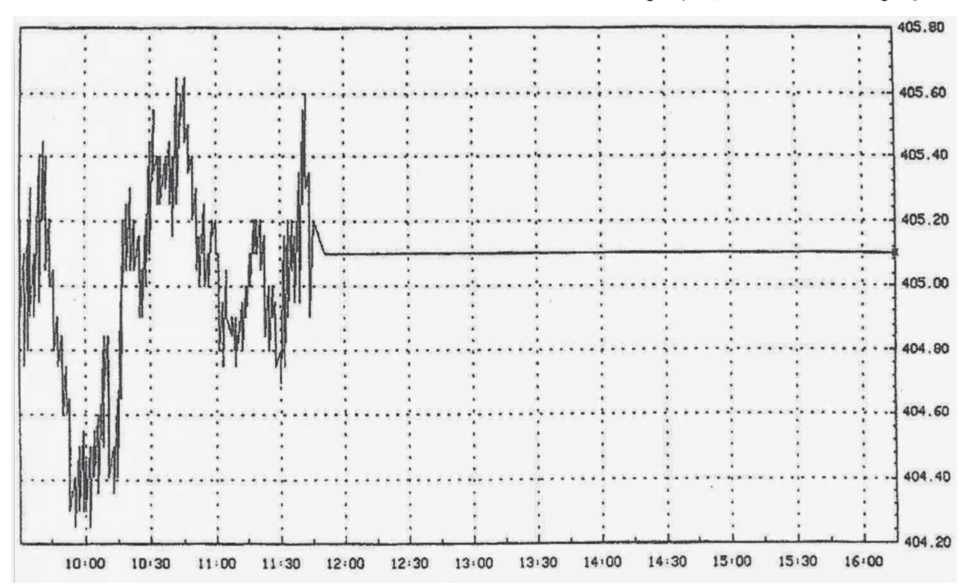
يبـدو الأمـر وكأن بورصة نيويورك أصيبت بشـلل دماغي، عندمـا لم يعد هناك قيادة من شـيكاغو. ولقد هبطت القيمة في نيويورك بأكثر من ٢٥ ٪ في يوم إغلاق سـوق العقود المسـتقبلية بشـيكاغو. ولقد زعم بعـض المتعاملين أنه لو ظلت سـوق التعاقدات الآجلة خارج الخدمة، فقد يسـبب هذا مشـاكل في السيولة وصعوبة في تنفيذ بعض التعاملات في نيويورك[٤]. ولقد صرح مايكل ميتز الخبير السوقي في أوبنهيمر وشركائها: لقد كان شيئاً عذباً للغاية، وقد يبدو ذلك سـادياً جداً، حيث يذكرني بأيام العز في وول سـتريت قبل اسـتحواذ تجار البرنامج[٥].

من هم المتاجرون الذين يسـمع عنهم المسـتثمرون كثيراً، وماذا يفعلون؟ كانت سوق الأسهم بنيويورك مليئة بالصخب الدائم للأشخاص الذين يركضون لتوصيل الطلبات أو عمل الصفقات. ولكن في منتصف الثمانينيات إلى ما بعد إدراج مؤشر العقود المستقبلية بسنوات قليلـة، أصبحت الضجة عبارة عن صوت الآلات المسـتخدمة التـي تقوم بطباعة مئات من تذاكـر البيـع والشراء. كانت تلك الطلبـات في الغالب صفقات لمؤشر العقود المسـتقبلية،

وهذا هو دور المتاجرين الذين يعتمدون على فروقات الأسعار للعقود المستقبلية للأسهم المباعة في بورصة شيكاغو وأسعار الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك.

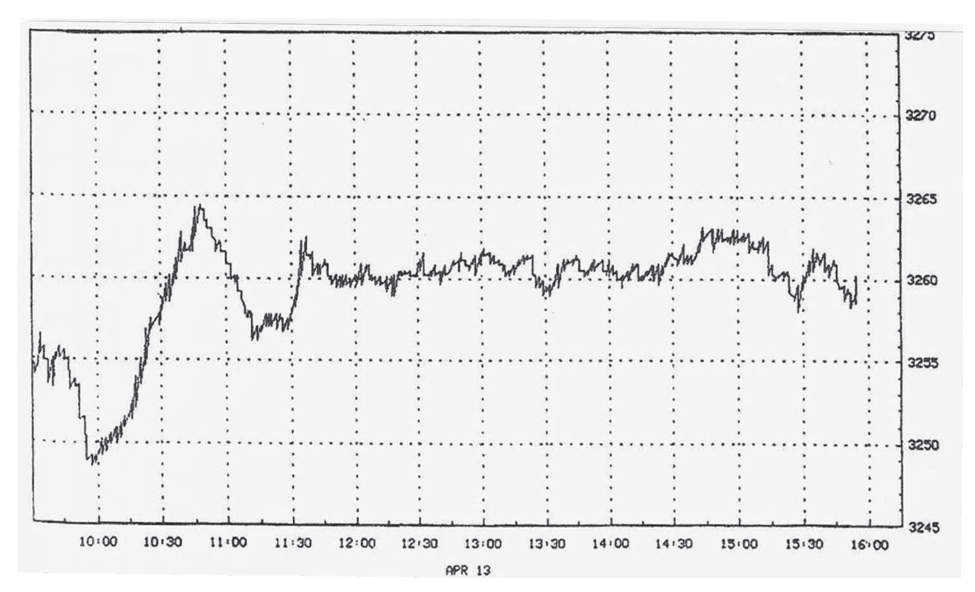
أشارت الضوضاء إلى أن أسواق العقود الآجلة كانت تتحرك بسرعة في شيكاغو، وأن أسعار الأسهم سوف تتغير قريباً بالتبعية في نيويورك. لقد كان تحذيراً غريباً. شيء شبيه بأزيز الجراد في العصور القديمة، يدل على قرب فناء المحاصيل والمجاعة. وقد تحدث المجاعة؛ حيث إنه أثناء الثمانينيات وأوائل التسعينيات، كانت بعض الانخفاضات الخبيثة في أسعار الأسهم مسبوقة بنقر الحواسيب لطلبات تخرج من أسواق العقود الآجلة.

في تلك الأيام لم تعد معظم التغيرات في المستوى الكلي للأسهم على وول ستريت، ولكن عادت إلى واكر درايف في بورصة ميكانتايل شيكاغو. ولقد أبقى الخبراء الذين عينهم التجار لعمل ومراقبة الأسواق في أسهم معينة، أعينهم ملتصقة بأسواق العقود الآجلة لاكتشاف إلى أين ستتجه الأسهم. تعلم هؤلاء التجار من الخبرة ألا يقفوا في طريق العقود المستقبلية للمؤشرات، عندما تتحرك بسرعة.



الشكل (١٨-٢) عندما أغلقت العقود المستقبلية للمؤشرات منخفضة في ١٩٩٢/٤/١٣م

العقود الآجلة لمؤشر S & P 500 في يونيو



متوسط مؤشر داو جونز الصناعي

وإذا فعلوا، قد يتم اللحاق بهم في انهيار التعامل، مثل الذي دفن العديد من المتخصصين في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧م. ذلك اليوم المشؤوم الذي انهار فيه داو جونز بحوالي ٢٣ ٪

أساسيات أسواق المستقبليات:

يعتبر معظم المستثمرين أن عقود المؤشر الآجلة والصناديق المتداولة، هي ضمانات خفية لا تفعل سوى القليل مع السوق التي تباع وتشترى فيه الأسهم. فقد يقوم العديد من المستثمرين بمتاجرة الأسهم بشكل جيد، بدون أدنى معرفة بهاتين الأداتين الجديدتين. ولكن لا يستطيع أحد فهم حركة السوق قصيرة المدى، بدون فهم العقود الآجلة المستندة إلى مؤشرات السهم والصناديق المتداولة بالبورصة.

تعود تجارة العقود الآجلة إلى مئات الأعوام، حيث تم اشتقاق المصطلح من الوعد بشراء أو توصيل سلعة ما في ميعاد معين أو بسعر معين. ازدهرت التجارة الآجلة لأول مرة في المحاصيل الزراعية، حيث أراد المزارعون أن يحصلوا على ثمن مضمون للمحاصيل التي سيزرعونها في تاريخ لاحق. تطورت الأسواق، حيث اتفق البائعون والمشترون الذين يريدون تجنب الشكوك

على سعر التسـليم الآجل. كانت الالتزامات لأمانة تلك الاتفاقات والتي يطلق عليها العقود الآجلة، قابلة للتحويل بحرية وتطورت الأسواق حيث كانت تتداول بشكل نشط.

أطلقت العقود الآجلة المسـتندة لمؤشرات الأسـهم في فبراير ١٩٨٢م، بواسـطة مجلس مدينة كنسـاس للتجارة باستخدام مؤشر خط القيمة لحوالي ١٧٠٠ سهم. بعدها بشهرين، في بورصة ميركانتيل في شـيكاغو، تم تقديم أنجح عقد آجل لمؤشرات الأسـهم والقائم على مـؤشر S & P 500. بحلول عام ١٩٨٤ تجاوزت قيمة السـهم التـي مثلتها التجارة الآجلة لمؤشر S & P 500 ١٠٠ بليون دولار يومياً.

يتم إنشـاء جميع العقود الآجلة القائمة على مؤشرات الأسـهم بشكل متشابه. في حالة البائـع، يكون العقد الآجل القائم على مؤشر S & P 500، هو وعد بتسـليم ضعف محدد للقيمـة لمـؤشر S & P 500، في تاريخٍ ما في المسـتقبل، يسـمى تاريخ التسـوية. في حالة المشـتري، يكون العقد الآجل القائم على مؤشر S & P 500، هو وعد بتلقي ضعف محدد لقيمة مؤشر S & P 500. يكون الضعف بالنسبة للعقود الآجلة القائمة لمؤشر S & P 500 هـو ٢٥٠. فـإذا كانت قيمة مـؤشر S & P 500 هي ١٧٠٠، تكون قيمـة التعاقد الواحد ٤٢٥,٠٠٠ دولار. في ١٩٩٨م عرضت نسخة مصغرة من التعاقد ذات ٥٠ ضعفاً للمؤشر، وقد تعامل في الأسـواق الإلكترونية. تتجاوز القيمة لتلك العقود المصغرة المقومة بالدولار الآن قيمة تلك العقود ذات الحجم الأكبر بكثير.

يوجد أربعة تواريخ تسـوية منفصلة بشـكل متسـاوٍ، وتقع في الجمعة الثالثة من شهر مارس، يونيو، سبتمبر، وديسمبر.

يطابق كل تاريخ تسوية التعاقد. إذا قمت بشراء تعاقد آجل، سيتوجب عليك أن تتلقى (إذا كنـت إيجابياً) أو مجبراً أن تدفع (إذا كنت سـلبياً) ٢٥٠ ضعف الفرق بين قيمة مؤشر S & P 500، في تاريخ التسوية والثمن الذي اشتريت به العقد.

على سبيل المثال، عندما تقوم ببيع عقد آجل لمؤشر S & P في سبتمبر بسعر ١٧٠٠، وفي تلك الجمعة الثالثة من سـبتمبر كان مؤشر S & P 500 عنـد ١٤١٠، فقد قمت بعمل ١٠ نقاط، والتي تترجم إلى ٢٥٠٠ دولار ربح (٢٥٠ دولاراً ×١٠ نقاط). بالطبع، إذا هبط المؤشر إلى ١٦٩٠ عند موعد التسوية، فسوف تخسر ٢٥٠٠. لكل نقطة تحركها المؤشر S & P 500 لأعلى أو لأسفل، فسوف تربح أو تخسر ٢٥٠ دولاراً لكل عقد.

من الناحية الأخرى، تكون عائدات العقد الآجل القائم على مؤشر S & P 500 بالنسبة للبائع، هي صورة منعكسة لتلك العائدات بالنسبة للمشتري. يربح البائع المال عندما يهبط المؤشر. في المثال السابق، سوف يخسر بائع عقد مؤشر S & P الآجل عند ١٧٠٠ مبلغ ٢٥٠٠ دولار، إذا ارتفع المؤشر عند التسوية إلى ١٧١٠، في حين يمكنه أن يربح نفس المبلغ إذا هبط المؤشر إلى ١٦٩٠.

من مصادر شعبية عقود المؤشرات الآجلة هي عملية التسوية الفريدة الخاصة بها. إذا قمت بشراء عقد آجل قياسي، ستكون مخولاً عند التسوية أن تتلقى، أو تستلم في حالة البيع، كميةً محددة من السلعة التي تعاقدت عليها. يوجد الكثير من القصص الملفقة عن كيف يجد التجار الذين ينسون تصفية عقودهم، مكاييل من القمح والذرة وبطون الخنازير المجمدة ملقاةً على العشب في يوم التسوية.

إذا انطبقت قواعد تسليم السلع مع العقود الآجلة القائمة على مؤشر S & P 500، سيتطلب التسليم عدداً محدداً من الأسهم لكل واحدة من الـ ٥٠٠ شركة في المؤشر. بالتأكيد قد يكون هذا مكلفاً وثقيلاً بشكل غير عادي. لتجنب تلك المشكلة، قرر مصممو العقود أن التسوية يجب أن تكون نقدية، وتحسب ببساطة عن طريق أخذ الفرق بين سعر العقد في وقت التجارة، وقيمة المؤشر عند تاريخ التسوية. لا يحدث أي تسليم للأسهم. إذا لم يقم التاجر بتصفية العقد قبل التسوية، فسوف يتم خصم أو رهن حسابه حتى ميعاد التسوية.

لم يكن إنشاء العقود الآجلة المسوَّاه نقدياً أمراً سهلاً. في معظم الولايات خاصةً إلينوي، حيث تقع التعاملات الآجلة الضخمة، كان يعتبر تسوية العقود نقدياً مراهنة، وكانت المراهنة غير قانونية باستثناء بعض الظروف الخاصة. ومع ذلك، في عام ١٩٧٤م تم تأسيس لجنة تجارة السلع الآجلة، وهي هيئة فيدرالية، بواسطة الكونجرس من أجل تنظيم جميع التجارة الآجلة. وقد تم إبطال قوانين الولاية المانعة، حيث إن التجارة الآجلة أصبحت محكومة الآن بواسطة هذه الهيئة الفيدرالية الجديدة، وحيث إنه لم يكن هناك أي تحريم فيدرالي للمراهنة.

مراجحة المؤشرات:

لا تنفصل أسعار السلع أو (الأصول المالية) في الأسواق الآجلة عن أسعار السلع الأساسية. إذا ارتفعت قيمة عقد آجل بشكل كافٍ عن سعر السلعة التي يمكن بيعها بالتسليم الفوري في السوق المفتوحة، والذي يُسمى: السوق النقدي أو السوق الحاضرة، يمكن أن يشتري التجار السلعة ويخزنوها ثم يسلمونها بمكسب، مقابل العقد الآجل مرتفع السعر في ميعاد التسوية. إذا هبط ثمن التعاقد الآجل كثيراً تحت سعره الحاضر الحالي، يمكن لملاك السلعة أن يبيعوها اليوم، ويشتروا العقد الآجل، ويأخذوا تسليم السلعة فيما بعد بسعر أقل. وبالمحصلة، جني عائدات على السلع التي قد تكون مخزنة بأي شكل.

تعتبر تلك العملية الخاصة ببيع وشراء السلع مقابل العقود الآجلة لها أحد أنواع المراجحة. تتضمن المراجحة التجار الذين يطلق عليهم المراجحون، والذين يستفيدون من التناقضات المؤقتة في أسعار أصول أو سلع مماثلة أو شبيهة. المراجحة شائعة جداً في كل من سوق العقود الآجلة القائمة على المؤشرات، وسوق الصناديق المتداولة بالبورصة. إذا تجاوز سعر العقود الآجلة بشكل كافٍ ذلك الخاص بمؤشر S & P 500، فإنه يدفع المراجحين أن يشتروا الأسهم الأساسية ويبيعوا العقود الآجلة. إذا هبط سعر التعاقد بشكل كافٍ عن السعر الخاص بالمؤشر، فسوف يبيع المراجحون الأسهم الأساسية ويشترون تلك الخاصة بالتعاقد. عند التسوية، يجب أن يساوي سعر التعاقد المؤشر الأساسي بموجب العقد. لذلك، فإن الفرق بين سعر التعاقد والمؤشر المسمى بالعلاوة إذا كان موجباً والخصم كان سالباً، تكون فرصة للربح.

المراجحة هي ذاتها في سوق الصناديق المتداولة، بخلاف هنا؛ حيث يجب على المراجح أن يشتري أو يبيع الأسهم في المؤشر، ويقوم بعمل صفقة موازنة في الصناديق المتداولة في السوق المفتوح في نفس الوقت. يحقق المراجح في الصناديق المتداولة الربح، عندما تكون أسعار الأسهم التي تشتريها لإنشاء الصناديق المتداولة، أقل من النقود التي تتلقاها من بيع الصناديق المتداولة. بالتبادل، إذا تجاوزت الأسعار التي تتلقاها من بيع الأسهم في المؤشر تكلفة شراء الصناديق المتداولة، فسوف تشتري المراجح المضاربة الصناديق المتداولة، وتحولها إلى الأسهم المكونة لها، وتبيعها في السوق المفتوح.

أصبحت مراجعة المؤشرات فناً مضبوطاً بشكل جيد. دائماً ما تظل أسعار العقود الآجلة القائمة على المؤشر والصناديق المتداولة بالبورصة، في حدود ضيقة جداً من قيمة المؤشر القائمة على سعر الأسهم الأساسية. عندما يؤدي بيع أو شراء العقود الآجلة القائمة على المؤشر والصناديق المتداولة بالبورصة بالأسعار إلى خارج حدوده، يأتي المراجحون ويتم نقل سيل من الأوامر بالبيع أو الشراء، إلى البورصات التي تتاجر بالأسهم الأساسية في المؤشر.

يطلق على تلك الأوامر الموضوعة بشكل متزن اسم المتاجرة المبرمجة، وتتكون من برامج بيع أو برامج شراء. عندما يتحدث معلقو السوق عن برامج بيع تضرب السوق، فإنهم يقصدون أن مراجحي المؤشر يبيعون الأسهم، ويشترون العقود الآجلة أو الصناديق المتداولة التي هبطت إلى الخصم.

التنبؤ بالافتتاح في نيويورك مع متاجرة جلوبيكس:

على الرغم من أن المتاجرة في العقود المستقبلية القائمة على المؤشر تغلق في الرابعة والربع مساءً بالتوقيت الشرقي، بعد إغلاق بورصة أسهم نيويورك بحوالي ١٥ دقيقة، تفتح المتاجرة في العقود الآجلة مرة أخرى عند الرابعة والنصف مساءً في السوق الإلكترونية المسماه جلوبيكس. ليس لجلوبيكس أي طابق تمركز، وينشر المتاجرون عروضهم ومضاربتهم على شاشات الحاسوب، حيث إن جميع الأطراف المعنية يكون لديها وصول فوري. تستمر المتاجرة في جلوبيكس طوال الليل حتى الساعة التاسعة والربع في صباح اليوم التالي، قبل بداية متاجرة البورصة في نيويورك بحوالي ١٥ دقيقة.

قد تكون المتاجرة في العقود المستقبلية القائمة على المؤشر نشِطة، بعد إغلاق المتاجرة المنتظمة مباشرة في بورصة نيويورك وناسادك. تكون المتاجرة منتشرة في الأسابيع التي تعقب نهاية الربع، حيث تطلق العديد من الشركات تقارير أرباحها، وتقدم دليلاً إرشادياً حول الأرباح المستقبلية والعائدات. إذا لم يكن هناك أخبار هامة، يكون التداول بطيئاً أثناء ساعات الليل. على الرغم من أن النشاط قد يُستأنف غداً، كان هناك حركة مفاجئة في بورصات طوكيو وأوروبا. يصبح التداول نشطاً جداً مجدداً حوالي الثامنة والنصف صباحاً، عندما يتم الإعلان عن العديد من البيانات الاقتصادية الحكومية، مثل: تقرير العمالة ومؤشر سعر المستهلك.

يمكن لمراقبي الأســواق أن يســتخدموا العقود الآجلة القائمة عــلى مؤشر جوبليكس في الـ S & P، والناســداك وداو للتنبؤ كيف ســيفتح الســوق في نيويورك. يتم حساب القيمة الســوقية العادية لتلك العقود الآجلة القائمة على المؤشر اســتناداً إلى حالات المراجحة بين الأسعار الحالية والآجلة للأسهم.

تتحدد القيمة السوقية العادية للعقود الآجلة بناءً على قيمة المؤشر الحالي عندما تفتح الأســواق، وعلى مســتوى الإغلاق السابق عندما أغلقت الأســواق. وبسبب التدفق الدائم للأخبار، ســوف تكون أســعار العقود الآجلة خــلال الليل دائماً إما أعلى من، أو أقل ســعر الســوق العادي الذي تم حســابه عند الإغلاق. ولكن مثلاً، إذا سجلت الصين بيانات أفضل من المتوقع، أو ارتفعت الأسواق الأوروبية، فسوف تتاجر أسعار العقود الآجلة للأسهم غالباً أعلى من ســعر الســوق العادي، الذي تم حسابه بناءً على أســعار الإغلاق السابقة. سوف يكون المبلغ الذي تتاجر به العقود الآجلة، ســواء أعلى أو أقل من القيمة الســوقية العادية لها، هو التقدير الأمثل لأين ســوف تتداول الأســهم عندما تفتح البورصة في نيويورك. تقود العديد من قنوات الأخبار المالية بنشر أسعار الليل الخاصة بالتعاملات الآجلة لمؤشرات داو وS & P 500 وناسادك؛ لإخبار المتابعين بالافتتاح المحتمل للسوق.

تعتمد الصيغة التي يتم فيها حســاب القيمة السوقية العادلة للعقود الآجلة على اثنين من المتغيرات: العائد الربحي على الأسهم، ومعدل الفائدة. إذا قام أحد المستثمرين بوضع مبلغ من المال اليوم في ســندات خالية من المخاطرة، فسوف يربح ذلك المبلغ فائدة بمعدل الفائدة الســاري. وبدلاً من ذلك، إذا قام المستثمر لشراء حافظة أسهم، وبالتزامن باع عقد آجل مدته عام واحد يضمن ســعر تلك الأسهم لمدة ســنة من الآن، فسوف يربح المستثمر العائد الربحي على الأسهم، ويضمن عائدات على أسهمه والذي هو الفرق بين السعر الآجل والسعر الحالي.

ولأن كلاً من تلك الاستثمارات تقدم عائداً مضموناً وبدون مخاطرة، فإنها يجب أن تربح نفس نســبة العائد. أما أن يتداول الســعر الآجل بأكثر أو أقل من القيمة الحالية(الفورية) للمؤشر، فــإن ذلك يعتمد على الفرق بين معدل الفائدة قصير المدى والعائد الربحي. قبل الأزمــة المالية، عندما كانت معدلات الفائدة دائماً تتجاوز العائد الربحي، كان ســعر الآجل

للأســهم أعلى من السعر الفوري. منذ الأزمة المالية، أصبحت المعدلات قصيرة المدى تحوم حول الصفر، وأسعار الأسهم الآجلة للمؤشرات أقل من السعر الفوري.

السحر المزدوج والثلاثي:

تلعب التعاقدات الآجلة القائمة على المؤشرات بعض الألعاب الغريبة مع أسعار الأسهم، في الأيــام التــي تنتهي فيها العقود الآجلة. تذكر أن المراجحة تعمل من خلال البيع والشراء المتزامــن للأســهم في مقابل العقود الآجلــة. عندما تنتهي العقود، يقــوم المراجحون بحل مواضع الأسهم الخاصة بهم، عند نفس الوقت الذي تنتهي فيه العقود بدقة.

وكما لوحظ من قبل، تنتهي العقود الآجلة القائمة على المؤشر في الجمعة الثالثة للشــهر الأخير من كل ربع: في مارس، يونيو، ســبتمبر، وديســمبر. تســتقر عقود الاختيارات المالية للمــؤشر، وعقود الاختيارات المالية للأســهم الفردية والتي ســيتم شرحها فيما بعد في هذا الفصل، على الجمعة الثالثة من كل شــهر. ومن ثم، في أربع مرات من الســنة، تنتهي ثلاثة أنواع من التعاقدات في آنٍ واحد. ولقد سبب هذا الانتهاء في الماضي حركة عنيفة في الأسعار في الســوق. وبالتالي، تم تســميته: ســاعة الســحر الثلاثية. يطلق على الجمعة الثالثة من الشــهر عندما لا يوجد تسوية لتعاقدات آجلة اسم: السحر المزدوج، ويعرض هذا تقلباً أقل من السحر الثلاثي.

ليس من الغموض ســبب في كون السوق متطايرة خلال أيام السحر الثلاثية والمزدوجة. في تلك الأيام، يتم توجيه المتخصصين في بورصة نيويورك وصناع الســوق في ناســداك؛ لشراء أو بيع كتل ضخمة من الأســهم عند الإغلاق مهما كان الســعر؛ لأن المســتثمرين المؤسسين يغلقــون مواضع مراجحاتهم. إذا كان هناك اختلال ضخم لطلبات الشراء، فســوف تحلق الأسعار. وإذا سادت طلبات البيع، فسوف تنخفض الأسعار. ولكن لا يهتم المراجحون بتلك التقلبات؛ لأن الربح في الموقع الآجل سوف يعوض الخسائر في موضع الأسهم وهكذا.

في عــام ١٩٨٨ حثــت بورصة نيويورك بورصة ميكانتايل بشــيكاغو أن تغــير إجراءاتها، وتوقف المتاجرة الآجلة عند الإغلاق في متاجرة يوم الخميس، وأن تسوي العقود عند أسعار افتتاح الجمعة بدلاً من أسعار إغلاق الجمعة. منح هذا التغير المتخصصين المزيد من الوقت

لأن يبحثوا عن مضاربات وعروض الموازنة، ولقد خففت بشـكل كبير من الحركة في أسـعار الأسهم عند مواعيد السحر الثلاثي.

الهامش والرافعة المالية:

يعد أحد أسباب شـعبية العقود الآجلة هو أن المال اللازم للدخول في الصفقة التجارية يعتـبر جزءاً صغيراً جداً من قيمة العقد. وعلى عكس الأسـهم، لا يوجـد أموال تنتقل بين المشـتري والبائع عند شراء أو بيع العقد الآجل، ولا بد للسمسـار أن يقدم ضمانات حسنة النوايـا أو هامشـاً من المشـتري والبائع؛ لضمان التـزام الطرفين بالعقد. وبالنسـبة لمؤشر S & P 500، يبلـغ الهامش الأولي الحـالي ٥٪ من قيمة العقد، ويمكن الحفاظ على الهامش في صـورة أوراق نقديـة تصدرها الخزانة، بالإضافة إلى فائدة تؤول إلى المسـتثمر. لذلك، لا تتضمن العقود الآجلة نقل أموال أو خسارة عائد الفائدة.

وتعتبر الرافعة المالية أو مقدار الأسهم التي تتحكم بها، وتناسُب مقدار الهامش المسجل في العقود الآجلة مهمة جداً. وبالنسـبة لـكل دولار في رأس المال (أو الأوراق النقدية التي تصدرها الخزانة) الموضوعة في الهامش مقابل العقود الآجلة S & P، ستسيطر على ٢٠ دولاراً من قيمة الأسـهم. وبالنسـبة للتجارة اليومية، سـتقترب من مواقعك بنهاية اليوم وتكون متطلبات الهامش أقل، وتتعارض هذه الهوامش مع نسبة ٥٠٪ من متطلبات الهامش لشراء الأسهم الفردية، أو جهات التمويل التجارية التي تم منعها من ١٩٧٤م.

هذه القدرة على التحكم في ٢٠ دولاراً أو أسـهم قيمتها أكثر من دولار، تسترجع ذكرى انتشـار المضاربة التي حدثـت في العشرينيات قبل تأسـيس متطلبـات الحد الأدنى من هامش الأسهم. وفي العشرينيات زاد شراء الأسهم الفردية وزيادة في الهامش ١٠٪، وكانت المضاربة شـائعة في هذه القروض؛ لأنه كلما ارتفعت البورصة كلما كان عدد المستثمرين قليل. ولكن اذا هبطت البورصة بشـدة، غالباً ما يجد مشـترو الهوامش أنهم لم يفقدوا رأس المال فقط، ولكن مدينين أيضاً لشركة السمسرة. ويمكن أن يؤدي شراء العقود الآجلة بهوامش قليلة إلى نتائج مشـابهة اليوم. يناقش الفصل القادم اتجاه الهوامش القليلة إلى تقلبات سوق الوقود.

مزايا الضرائب في صرف الأموال المتداولة والمستقبليات:

غالباً ما يزيد استخدام مؤشر العمليات الآجلة أو صرف الأموال المتداولة من مرونة المستثمر لإدارة المحافظ الاستثمارية، وبافتراض أن المستثمر جنى أرباحاً في الأسهم الفردية، ولكنه الآن متوتر بشأن حال البورصة، وقد يؤدي بيع الأسهم الفردية إلى زيادة المسؤولية الضريبية.

ولكن هناك فرصة لاستخدام أسهم العمليات الآجلة، وهو حل مناسب؛ حيث يقوم المستثمر ببيع أسهم كافية لتغطية قيمة الحافظة المالية اللازمة للتمويل والاستثمار؛ للحفاظ على الأسهم الفردية. وإذا هبطت البورصة، تكون أرباح المستثمر في هذه الأسهم مقابل خسارته في محفظة الأوراق المالية. وإذا ارتفع السوق على عكس التوقعات، ستكون الخسارة في الأسهم مقابل أرباح في الأسهم الفردية، وهو ما يطلق عليه بمنع خطر سوق الأسهم. ولأن المستثمر لن يبيع أبداً أسهمه الفردية، فلن يتعرض لمسؤولية ضريبية من هذه المواقع.

وهناك ميزة أخرى لأسهم صرف الأموال المتداولة، وهي إمكانية جمع الأرباح من هبوط السوق حتى إذا لم يمتلك الفرد أية أسهم، وسيفشل بتوقع بدائل هذه الأسهم بالنسبة للأسهم قصيرة المدى، أو بيع الأسهم التي تتوقع أن يهبط سعرها ويمكنك شراؤها فيما بعد بسعر أقل. وباستخدام هذه الأسهم للمضاربة بها في فترة هبوط السوق، يكون مناسباً أكثر من محفظة الأسهم قصيرة المدى؛ لأن اللوائح تمنع الأسهم الفردية من تقليلها إذا قل السعر أكثر من ١٠٪[٦].

أين تضع استثماراتك المصنفة: صرف الأموال المتداولة، المستقبليات؟

مع تطور مؤشر العمليات الآجلة وجهات التمويل الخارجي، يختار المستثمرون من ثلاثة اختيارات رئيسية لتوافق أداء أي من مؤشرات البورصة العديدة: صرف الأموال المتداولة أو مؤشر العمليات الآجلة أو مؤشر الصناديق التعاونية، وهو ما يناقشه الفصل الثالث والعشرون بالتفصيل. ويوضح الجدول (١٨-١) الخصائص الهامة لكل نوع استثمار.

الجدول (١٨-١) مقارنة بين الاستثمارات المصنفة

	صرف الأموال المتداولة	مؤشر العمليات الآجلة	مؤشر الصناديق التعاونية
التجارة المستمرة	نعم	نعم	لا
يمكن بيعها بسرعة	نعم	نعم	لا
القدرة المالية	يمكن اقتراض ٥٠٪	يمكن اقتراض أكثر من ٩٠٪	لا يوجد
معدل التكلفة	منخفض للغاية	لا يوجد	منخفض بشدة
تكاليف التجارة	أسهم	عمولة آجلة	لا يوجد
إيراد إعادة الاستثمار	لا	لا	نعم
كفاءة الضرائب	جيدة للغاية	ضعيفة	جيدة جداً

وكلما زادت مرونة الصفقة التجارية، كلما تفوق رف الأموال المتداولة ومؤشر العمليات الآجلة على مؤشر الصناديق التعاونية، ويمكن بيع أو شراء هذه الأسهم في أي وقت أثناء اليوم التجاري وبعد ساعات من جلوبكس والتبادلات الأخرى. وعلى النقيض، يمكن بيع أو شراء أسهم مؤشر الصناديق التعاونية فقط بعد إغلاق البورصة، ويجب أن يقوم المستثمر بالطلب قبلها بساعات. ويمكن تقليل أسهم مؤشر صرف الأموال المتداولة والعمليات الآجلة؛ لمنع خطر حافظة الأوراق المالية لشخصٍ ما، أو تجنب خطر هبوط السوق، وهو الخطر غير الموجود في مؤشر الصناديق التعاونية. ويمكن تهميش أسهم صرف الأموال المتداولة كأي سهم (بالإضافة إلى اللوائح الفيدرالية الحالية ٥٠٪)، في حين يقدم مؤشر العمليات الآجلة أعلى درجة مالية. ويمكن للمستثمر التحكم في الأسهم التي تبلغ قيمتها أكثر من عشرين، أو عدد مرات إيداع هامش.

وقد تكون المرونة التجارية لصرف الأموال المتداولة ميزة أو عيب بالنسبة للمستثمر. فغالباً ما يتم التغلب على تيار التفاؤل المستمر والأخبار السيئة، مما يضطر المستثمر أن يبيع بسعر قريب من السعر المنخفض أو يشتري بسعر قريب من السعر المرتفع.

إضافة إلى ذلك، تؤدي القدرة على تقليل الأسـهم (باسـتثناء الوقائية) أو القدرة المالية، إلى جعل المسـتثمر يحاول اللعب بأسـهمه قصيرة المدى في البورصة، وهي لعبة خطرة للغاية. وبالنسبة لمعظم المسـتثمرين، يكون تقييد تكرار الصفقات التجارية وتقليل القدرة المالية هو الأفضل لأرباحهم العامة.

ومـن جانـب التكلفة، تعتبر كل هذه الوسـائل كفـؤة، حيث يتوفر مـؤشر الصناديق التعاونية بتكلفة سـنوية على أسـاس ١٥ نقطة أو أقل سـنوياً، والأرخص منها أسهم صرف الأموال المتداولة. ولكن يجب شراء هذين النوعين من خلال حسـاب السـمسرة، ويتضمن ذلك دفع عمولة وسرعة العرض والطلب، على الرغم من كونها منخفضة بالنسـبة لأسـهم صرف الأمـوال المتداولـة. وعلى الجانب الآخر، تعتبر معظم أمـوال المؤشر أموالاً غير ذات حمولـة، أي أنه لا يمكن دفع عمولة عنـد شراء أو بيع الأموال. إضافة إلى ذلك، على الرغم من أن مؤشر العمليات الآجلة لا يتضمن نفقات سنوية، إلا أن هذه العقود يجب تجديدها بعقود جديدة على الأقل مرة سنوياً متضمنة عمولات إضافية.

هـذا من جانب ضرائب أسـهم صرف الأموال المتداولة. وبسـبب طبيعة هيكل صرف الأمـوال المتداولـة، تزيد هذه الأمـوال ببطء إذا ربح أي رأس مـال. وتعتبر ضرائب مؤشر الصناديق التعاونية فعالة للغاية، ولكنها تسـتثني أرباح رأس المال. وهذا يعني أنه يجب أن تبيع الأموال الأسـهم الفردية من محفظة الأوراق المالية، إذا استرد المستثمرون أسهمهم أو إذا تم حذف الأسـهم من المؤشر. وعلى الرغم من أن أرباح رأس المال صغيرة بالنسـبة لأمـوال المؤشر، إلا أنها أكبر من مـؤشر صرف الأموال المتداولة[٧]. ولا تعتبر العمليات الآجلة فعالة من ناحية الضرائب؛ لأن أي أرباح أو خسـائر يجب الحصول عليها في نهاية السـنة، سواء كان العقد تم بيعه أو لم يتم بيعه.

وبالطبـع، لا تؤثـر الاختلافات في الضرائب بـين مؤشر صرف الأمـوال المتداولة ومؤشر الصناديـق التعاونية، إذا أدخل المسـتثمر هذه الأموال في حسـاب توفـير الضرائب، مثل: حسـاب السـداد الفردي أو Keogh plan (غير مسـموح بالعمليـات الآجلة في مثل هذه الحسابات). ومع ذلك، إذا تم إدخال هذه الأموال في حسابات خاضعة للضريبة، يعتبر عائد ما بعد الضريبة في أسـهم صرف الأموال المتداولة، قابلاً للارتفاع أكثر من الحالة التي تكون فيها أموال المؤشر أكثر فاعلية.

ويعرف خط القاع أنه إذا أراد المستثمر المضاربة ورفع قيمة أمواله، سيحتاج إلى تجنب مؤشر العمليات الآجلة. ومع ذلك، إذا أراد المضاربة في اتجاه السوق يُنصح بمؤشر الخيارات، وهو ما سيتم وصفه لاحقاً وهو ما يحد من خسارة المستثمر.

وسـواء تم وضع الأموال في مؤشر صرف الأموال المتداولة، أو مؤشر الصناديق التعاونية قليلة التكلفة، فهو قرار جيد. وإذا أراد المسـتثمر التجارة داخل أو خارج السـوق، سيكون مـن الأفضل اسـتخدام مؤشر صرف الأمـوال المتداولة. وإذا أراد المسـتثمر التجارة داخل السوق على أساس شهري أو إعادة الاستثمار ذاتياً في أرباحه، قد تكون الوسيلة الأفضل هي مؤشر الأموال غير ذات الحمولة. ومع ذلك، يعتبر إعادة اسـتثمار الأرباح ذاتياً هو الأوسـع انتشـاراً بالنسبة للأسهم، ومؤشر صرف الأموال المتداولة إذا طلب المستثمر المشورة في إطار السـمسرة. ويشـكل هذا التطور فيما بعد المعيار، من حيث مؤشر صرف الأموال المتداولة على مؤشر الصناديق التعاونية.

خيارات المؤشر:

على الرغم من أهمية مؤشر صرف الأموال المتداولة، ومؤشر العمليات الآجلة بالنسـبة لشركات وهيئات الاستثمار، إلا أن خيارات السوق حصلت على انتباه عديد من المستثمرين. ولا يعد ذلك بالمفاجأة؛ حيث تتجسـد روعة الاختيار في شهرته. فأنت تمتلك الخيار ولست مجبراً لشراء أو بيع الأسـهم أو المؤشرات بسـعر معين في وقت معين. وبالنسـبة لمشـتري الاختيـار، فإن هذا الاختيار على عكس العمليات الآجلة، يحد بصورة ذاتية من المسـؤولية العظمى للمال المستثمَر.

وهناك نوعان أساسـيان من الخيـارات: اختيارات البيع واختيـارات الشراء. اختيارات الشراء تعطي المسـتثمر الحق في شراء سـهم (أو أسهم) بسعر ثابت في مدة معينة، في حين تعطـي خيارات البيع المسـتثمر الحق في بيع السـهم. وتوجد اختيـارات البيع والشراء في الأسـهم الفردية لعقود، ولكن لم يكن من الممكن شراؤهـا أو بيعها من خلال نظام تجاري مؤسسي حتى تأسيس بورصة شيكاغو لتداول الخيارات عام ١٩٧٤م.

وما يجذب المسـتثمرين في خيارات البيع والشراء هي المسؤولية المحدودة. فإذا تحرك السوق ضد مشتري الخيارات، يمكنهم مصادرة سعر الشراء أو الامتناع عن بيعأو شراء الاختيار،

وهذا يتعارض بشدة مع عقود العمليات الآجلة. فإذا كان حال السوق ضد المشترين، يمكن تجاوز الخسارة بسرعة. وفي السوق المتقلب تكون العمليات الآجلة مخاطرة كبيرة، وقد يكون من المستحيل بالنسبة للمستثمرين إلغاء العقد بدون حدوث خسائر كبيرة.

في عام ١٩٧٨م، بدأت بورصة شيكاغو في طرح الخيارات في مؤشرات الأسهم العامة، مثل: مؤشر S & P 500[٨]، وكانت اختيارات بورصة شيكاغو المباعة بـ ١٠٠$ في النقطة من قيمة المؤشر أرخص من ٢٥٠$ في النقطة، في مؤشر العمليات الآجلة S & P 500.

ويسمح المؤشر للمستثمرين بشراء مؤشر السهم بسعر في فترة زمنية محددة. وبافتراض أن مؤشر S & P 500 يباع الآن بمبلغ ١٧٠٠، ولكن المستثمر يعتقد أن السوق سيرفع أسعاره، ولنفترض أن المستثمر يستطيع شراء اختيار الشراء بمبلغ ١٧٥٠ لمدة ثلاثة شهور ٣٠ نقطة أو ٣٠٠٠$، يُسمى سعر شراء الخيار: قيمة، والسعر الذي يستحقه الاختيار عند انتهاء قيمته في هذه الحالة ١٧٥٠ يُسمى: سعر المضاربة، ويستطيع المستثمر في أي وقت خلال الثلاثة أشهر القادمة إذا استطاع أن يمارس اختياره، ويتلقى مائة دولار عن كل نقطة إذا كان S & P 500 أعلى من ١٧٥٠.

لا تحتاج إلى الاحتفاظ بورقتك المالية لحين تاريخ الاستحقاق حتى تحصل على أرباح؛ وذلك لوجود سوق مالية نشطة للغاية لهذه الأوراق، وتستطيع دائماً أن تبيعها قبل تاريخ الاستحقاق لمستثمرين آخرين في هذا المثال. وحتى تستطيع أن تحصل على أرباح إذا ما تم الاحتفاظ بالورقة لحين تاريخ الاستحقاق، فلا بد لمؤشر S & P 500 أن يرتفع إلى أعلى من ١٧٨٠، بما أنك دفعت ٣٠٠٠ دولار قيمة لهذه الورقة أو الخيار. لكن ميزة هذه الأوراق أنه في حال كان توقع المستثمر خاطئاً وانخفض السوق، فإن أقصى ما تخسره هو قيمة الورقة المالية وهي ٣٠٠٠ دولار.

ويعمل المؤشر بنفس الطريقة التي يعمل بها اختيار الشراء. ولكن في هذه الحالة، يجني المشتري أرباحاً إذا هبط سعر السوق. وبافتراض أن المستثمر قام بشراء الخيار في مؤشر S & P 500 بمبلغ ١٦٥٠ ودفع ٣٠٠٠$ القيمة، ستسترد كل نقطة في مؤشر S & P 500 إذا كان أقل من ١٦٥٠ مبلغ ١٠٠$ من القيمة الأولى. وإذا هبط المؤشر إلى ١٦٢٠ عند انتهائه، تقدم كل نقطة أقل من ١٦٢٠ ربحاً لخيارك.

يحدد السعر المدفوع لاختيار المؤشر عن طريق السوق، وعلى أساس عوامل عديدة تتضمن معدلات الفائدة والأرباح، ولكن يعتبر العامل الأكثر أهمية هو التغير المتوقع للسوق. فكلما تغير السوق كلما زاد سعر شراء اختيار البيع أو الشراء. وفي الأسواق المغمورة، من غير المتوقع أن ترتفع أسعار السوق بشكل كافٍ (في حالة اختيار الشراء) أو تنخفض (في حالة اختيار البيع)؛ لتقديم أرباح لمشتري الخيارات. وإذا كان من المتوقع استمرار هذا الهبوط المتغير سينخفض سعر الاختيارات. وعلى العكس، في الأسواق المتقلبة، حيث تزيد قيم خيارات البيع والشراء كتجار، باعتبار أن هذه الاختيارات ستحظى بالقيمة مع مرور وقت صلاحيتها[٩].

يعتمد سعر الخيارات على مبررات التجار لاحتمالية تغير السوق بشكل كافٍ؛ لوجود حقوق بيع أو شراء السهم بسعر ثابت قيم. ولكن حظيت نظرية سعر الخيارات على انتشار واسع في السبعينيات، عندما طور اثنان من الأساتذة الأكاديميين: فيشر بلاك وميرون سكولز، المعادلة الرياضية الأولى لسعر الخيارات، وكانت هذه المعادلة ناجحة للغاية. فقد زودت التجار معياراً لتقييم ما استخدموه سابقاً ببداهة، وتم برمجة المعادلة لتدريب التجار على التعامل مع الآلات الحاسبة وأجهزة الحاسب الآلي الشخصية حول العالم. وعلى الرغم من أن كل ذلك كان بمثابة الظروف المحيطة عندما تم تعديل المعادلة، إلا أن هناك أبحاثاً تجريبية أظهرت أن هذه المعادلة تقترب بشدة من سعر الاختيارات المطروحة للبيع، وحصلت ميرون سكولز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام ١٩٩٧م لهذا الاكتشاف[١٠].

شراء خيارات المؤشر:

تعتبر الخيارات أدوات أساسية أكثر من العمليات الآجلة أو صرف الأموال المتداولة، حيث يمكن استبدال أي عملية آجلة أو أسهم صرف الأموال المتداولة بخيارات، ولكن العكس غير صحيح؛ حيث تقدم الخيارات للمستثمر إستراتيجيات عديدة أكثر من العمليات الآجلة، ويمكن أن تتراوح هذه الإستراتيجيات من المضاربات الشديدة إلى المحافظة. وبافتراض أن المستثمر يريد الحماية من التأجيلات في السوق، يجب على المستثمر بالطبع أن يقوم بدفع قسط كبير لهذا الخيار كقسط التأمين. وإذا لم تحدث تأجيلات بالسوق، يمكن استعادة القسط. ولكن إذا حدثت تأجيلات، يتم حماية الزيادة في قيمة اختيارات البيع الخاصة بالمستثمر. وإذا لم يتم التساوي بشكل كامل، يكون التأجيل في المحفظة الاستثمارية الخاصة بالمستثمر.

وهناك ميزة أخرى لحقوق البيع وهي أن المستثمر يستطيع شراء كمية محدودة من الحماية التي يريدها. وإذا أراد حماية نفسه من الانهيار العام للسوق، يمكنه شراء اختيار بيع بأسلوب لا يكلفه نفقات. وفي سياقٍ آخر، اختيار بيع يكون سعر المضاربة فيه أقل من المستوى الحالي للمؤشر، ويكون هذا الاختيار مفيداً فقط إذا كانت تأجيلات السوق متوقعة. بالإضافة إلى ذلك، يستطيع المستثمر شراء اختيارات بيع بسعر مضاربة أعلى من السوق الحالي حتى يستعيد الاختيار بعض قيمته، حتى إذا لم تحدث تأجيلات في السوق. وبالطبع، تعتبر هذه الاختيارات باهظة الثمن.

وهناك العديد من الأمثلة المسجلة لأرباح كبيرة في اختيارات البيع والشراء. ولكن لكل اختيار جنى أرباحاً من قيمته، هناك العديد من الاختيارات التي انتهت بلا قيمة. وقدرت بعض المؤسسات التجارية أن ٨٥٪ من المستثمرين الأفراد الذين يلعبون في سوق الخيارات يخسرون أموالاً. ولا يجب أن يحصل مشترو الخيارات فقط على حقوق اتجاه السوق، ولكن يجب أيضاً أن يكون التوقيت ممتازاً واختيارهم لسعر المضاربة مناسباً.

بيع مؤشر الخيارات:

بالطبع، بالنسبة لأي شخص يشتري أي خيار للشراء، يجب أن يقوم الطرف الآخر ببيع أو كتابة عقد خيار الشراء. ويعتقد البائعون أو كُتاب خيارات الشراء أن البورصة لن ترتفع بشكل كافٍ؛ لعمل أرباح بالنسبة لمشتري خيارات الشراء. وغالباً ما يربح بائعو خيارات الشراء أموالاً، عندما تكون أغلب هذه الخيارات عديمة القيمة. ولكن يجب على البورصة أن تتخذ قرارات شديدة ضد بائعي خيارات الشراء؛ لأن الخسائر قد تكون فادحة.

لهذا السبب، يعتبر معظم بائعي خيارات الشراء مستثمرين لديهم الأسهم الخاصة بهم، وتعتبر هذه الإستراتيجية والتي تسمى: اشترِ واكتب، إستراتيجية شائعة لدى العديد من المستثمرين عند تقديم مقترحات اكسب - اكسب. وإذا هبطت الأسهم، يقوم هؤلاء المستثمرون بجمع أقساط من مشتري خيارات الشراء. ولذلك، تعتبر هذه الإستراتيجية أفضل للمستثمرين من إستراتيجية عدم كتابة الخيار. وإذا لم يحدث شيء للأسهم، يقومون أيضاً بتجميع قسط الخيار ويظلون أيضاً في وضعٍ أفضل. وإذا ارتفعت الأسهم، يظل كُتاب خيار الشراء في حالة ربح أكثر من الأسهم التي يمتلكونها، وأكثر من خسارتهم في الأسهم

التي كتبوها. لذلك، يكملون مسيرتهم العملية بثبات. وبالطبع، إذا ارتفعت الأسهم بقوة، فهــم يفقدون بعض المنافســة؛ وذلك لأنهم وعدوا بتقديم أســهم بأســعار ثابتة. في هذه الحالة، يكون من الأفضل لتجار خيارات الشراء ألا يقوموا ببيع خياراتهم، ولكنهم ســيجنون المزيد من الأرباح إذا لم يمتلكوا أسهم على الإطلاق.

يقوم مشــترو حقوق البيع الاختيارية بتأمين أسهمهم ضد هبوط الأسعار. لكن من هم بائعو هذه الخيارات؟ هم بالأســاس من يريدون شراء الأســهم ولكن فقط في حالة هبوط الســعر. يقوم بائع حقوق البيع الاختيارية بتجميع القســط، ولكنه يستلم الأسهم فقط في حالة هبوطها بشــكل كافٍ للذهاب إلى أقل ســعر. ولكن لا يتشابه بائعو حقوق البيع مع بائعي حقوق الشراء، حيث ترتفع أرباح البيع نسبياً.

أهمية المنتجات المصنفة:

كان تطــور مؤشر أســهم العمليات الآجلــة ومطالبات الشراء في الثمانينيــات نابعاً من تطــور المســتثمرين ومديري الأموال. فقد جذبت رؤوس الأمــوال الضخمة مثل الممثلة في متوســط داو جونز الصناعي، العديد من الأموال بسبب السيولة الممتازة، ولكن كان مؤشر أســهم العمليات الآجلة والمستثمرون قادرين على شراء البورصة بأكملها، كما هو موضح في المؤشرات العامة.

بعــد مرور عشر ســنوات، قام صرف الأمــوال المتداولة بدعم المســتثمرين، عن طريق تقديم وســيلة أخرى للتنوع في كل البورصات بتكلفة أقل. هذه الشركات كانت منتشرة في كل البورصــات، ولكن مؤشرات البيع الآجلة كان لديها ســهولة أكثر وفاعلية ضرائب أعلى. واليوم، عندما أراد المستثمرون اتخاذ موقع في البورصة، من السهل عمله في أسهم العمليات الآجلة أو مؤسســات التمويل التجــاري، قدمت خيارات المؤشر للمســتثمرين القدرة على تأمين قيمة أرباحهم في حالة الأسعار الأقل، وتخفيض تكاليف المعاملات والضرائب.

وعلى الرغم من تعارض هؤلاء المستثمرين مثل وارين بوفيت وبيتر لينش، إلا أنه لا يوجد دليل واضح على أن منتجات هذه المؤشرات بها عدم ثبات كبير أو يتضرر منها المستثمرون. في الحقيقة، يعتقد الباحث أن هذه المنتجات لديها سيولة زائدة في بورصة الأسهم العالمية، وقادرة على التنوع وتؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم أكثر من انتشارها بدونهم.

الهوامش:

1. Leo Melamed is the founder of the International Money Market, the home of the world's most successful stock index futures market. Quoted in Martin Mayer, Markets, New York: Norton, 1988, p. 111. Notes Noles 397.
2. Peter Lynch, One Up on Wall Street, New York: Penguin, 1989, p. 280.
3. 2013 Investment Company Fact Book, Investment Company Institute, p. 9.
4. Robert Steiner, "Industrials Gain 14.53 in Trading Muted by Futures Halt in Chicago," Wall Street Journal, April 14, 1992, p. C2.
5. "Flood in Chicago Waters Down Trading on Wall Street," Wall Street Journal, April 14, 1992, p. Cl. Today the proliferation of electronic trading has made it impossible for an incident such as the one that crippled the Chicago exchange 20 years ago to happen again.
6. The SEC eliminated the "uptick rule" (shorting prohibited unless the last change was an uptick) in 2007, but in February 2010 the SEC reinstated the rule to apply when the price declines by 10 percent or more.
7. From 1997 through 2012, there was no capital gain distribution from spiders (S&P 500 ETFs), while the Vanguard 500 Index Fund has had several (although none since 2000).
8. In fact, the largest 100 stocks of the S&P 500 Index, called the S&P 100, compose the most popularly traded index options. Options based on the S&P 500 Index are more widely used by institutional investors.
9. Chapter 19 will discuss the VIX, a valuable index of option volatility.
10. The original article was published in 1973: Fischer Black and Myron Scholes, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities," Journal of Political Economy, vol. 81, no. 3, pp. 637-654. Fischer Black was deceased when the Nobel Prize was awarded in 1997. Myron Scholes shared the Nobel Prize with William Sharpe and Bob Merton, the latter contributing to the discovery of the formula.

الفصل التاسع عشر
تقلبات السوق

«كلمة (أزمة) باللغة الصينية تتكون من مقطعين: الأول رمز للخطر، والثاني رمز للفرصة».

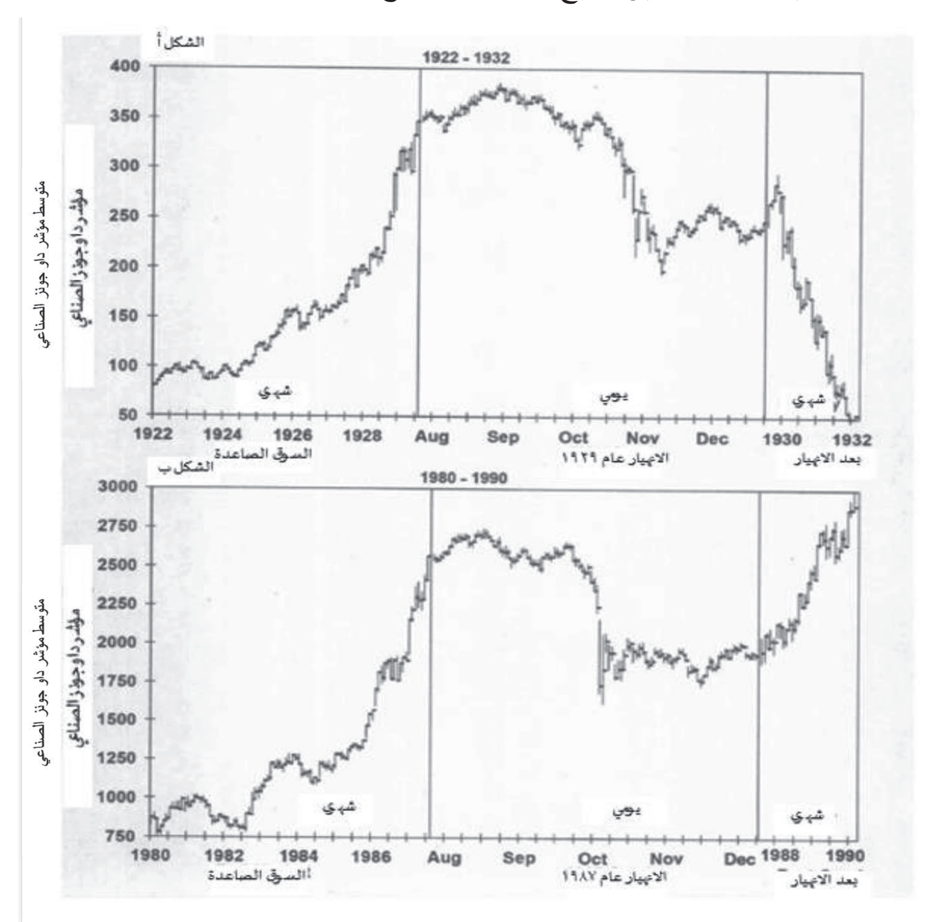
هل يعد الماضي دلالة على ما سـيحدث في المستقبل؟ يوضح لنا كل من الشكل (١٩-١أ) و (ب) متوسـط مؤشر داو جونز الصناعي للفترة من ١٩٢٢م إلى ١٩٣٢م، ومن ١٩٨٠م إلى ١٩٩٠م، حيث نجد تشـابهاً غريباً بين هذين السـوقين الصاعدين. في أكتوبر ١٩٨٧م، رأى محررو جريدة «وول ستريت» - عند النظر إلى الرسم البياني للأسهم الخاص بتلك الفترة - أن هذا التشـابه شديد الغرابة، لدرجة أنهم قاموا بطباعة رسم بياني مماثل في صحيفتهم، وتم نشرهـا في الشـوارع صباح يوم الاثنين الموافق ١٩ أكتوبـر ١٩٨٧، ولم يخطر ببالهم أن ذلك اليوم سيشهد أكبر تراجع خلال يوم واحد في تاريخ الأسهم الأمريكية، حيث تجاوز ما حدث في الانهيار الكبير للأسـهم الذي كان في ٢٩ أكتوبر ١٩٢٩م. وبشـكل مشؤوم استمر السوق في التـداول تمامـاً كما حدث في ١٩٢٩م حتى نهاية العام. وقد تنبأ الكثير من الخبراء - نظراً للتشـابه الكبير بين هاتين الفترتين - بأن هناك كارثة على وشك الحدوث، ونصحوا عملاءهم ببيع الأسهم.

ولكن التشـابه بين ما حدث في ١٩٢٩م وما كان يحدث في ١٩٨٧م، قد توقف عند نهاية العام، حيث نجح سـوق الأسـهم في التغلب عـلى الانهيار الذي أصابـه في أكتوبر ١٩٨٧م. وبحلول أغسطس ١٩٨٩م، حقق تقدماً من جديد. على العكس من ذلك، نجد أن مؤشر داو خلال العامين التاليين لانهيار أكتوبر ١٩٢٩م - في فترة ظهور أكثر الأسـواق هبوطاً في تاريخ الولايات المتحدة - قد فقد ثلثي قيمته وكان على وشك أن يفقد ثلثين آخرَين.

مـا هو وجه الاختلاف؟ لماذا انتهت أوجه التشـابه الغريب بـين كلا الفترتين على هذا النحو المختلف كلياً؟ الإجابة ببسـاطة هي أن البنك المركزي عام ١٩٨٧م كان لديه السلطة للتحكم في المصدر الأسـاسي للسيولة في النظام الاقتصادي، أي المورد الأساسي للمال، في حين أنـه في عام ١٩٢٩م لم يتردد في اسـتخدامه. وقد اسـتفاد البنك الاحتياطـي الفيدرالي من الدروس المؤلمة التي تعلمها من أخطائه في فترة الثلاثينيات، وغمر النظام الاقتصادي ببعض

المال لفــترة مؤقتة، وتعهد بدعم كافــة الودائع المصرفية؛ للتأكد مــن عمل جميع جوانب النظام المالي بشكل سليم.

وقد أيقن أفراد المجتمع من عدم وجود معاملات بالبنوك، وعدم انكماش الموارد المالية وعدم انخفاض قيمة الســلع والأصول. وبالطبع، توسع النظام الاقتصادي نفسه بالرغم من انهيار السوق. وقد تعلم المستثمرون من انهيار سوق الأسهم الذي حدث في أكتوبر ١٩٨٧م درســاً في غاية الأهمية، وهو أن العالم قد اختلف بالفعل عما كان عليه عام ١٩٢٩م، ويمكن أن تكون التصفية فرصة لتحقيق الربح، ولا وقت للفزع.



الشكل (١٩-١) انهيار سوق الأسهم خلال ١٩٢٩م و ١٩٨٧م

انهيار سوق الأسهم في أكتوبر ١٩٨٧م:

يعتبر انهيار الأســهم الذي وقع يوم الاثنين الموافق ١٩ أكتوبر ١٩٨٧م من أبرز الأحداث المثيرة المتعلقة بســوق المال، والتي وقعت في فترة ما بعد الحرب، حيث إن انخفاض قيمة مؤشر داو جونز الصناعي بقيمة ٥٠٨ أو ٢٢,٦٪ (من ٢,٢٤٧ إلى ١,٧٣٩)، يعد أكبر انخفاض حققــه هــذا المؤشر حتى وقتنا هذا، وأكبر نســبة تراجع حدثت خلال يــومٍ واحد على مر التاريخ. وقد ارتفع حجم تداول الأســهم في بورصة نيويورك ليحقق رقماً قياسياً بما يتجاوز ٦٠٠ مليون سهم في يومي الاثنين والثلاثاء. أما في الأسبوع الحاسم، فقد تجاوز عدد الأسهم المتداولة حجم جميع الأسهم التي تم تداولها عام ١٩٦٦م.

وقــد تــردد صدى انهيــار بورصة وول ســتريت في جميع أنحاء العــالم، حيث تراجعت طوكيــو - التي كانت على وشــك أن تصبح من الأســواق الهابطة في غضــون عامين - بأقل نســبة، ولكنها لا تزال تحتفظ بأعلى نســبة تراجع في يوم واحد ١٥,٦٪، وتراجعت الأســهم في نيوزيلندا بنســبة ٤٠٪ تقريباً. كما أغلقت ســوق هونج كونج أبوابها؛ لأن انهيار الأسعار قد أدى إلى ظهور أخطاء كبيرة في مؤشر الأســهم. فقط في الولايات المتحدة، هبطت قيمة الأســهم في ذلك اليوم المشــؤوم إلى ما يقرب من ٥٠٠ بليون دولار، كما تجاوز الانخفاض في قيمة الأسهم بجميع أنحاء العالم ١ تريليون دولار. وقد أدى الانخفاض بنفس هذه النسبة في الســوق الحالية إلى خسارة ١٠ تريليون دولار على مســتوى العالم، وهذا المبلغ أكبر من إجمالي الناتج المحلي لدى جميع الدول ما عدا الولايات المتحدة[١].

بدأ تراجع ســوق الأســهم جدياً في الأسبوع الســابق ليوم «الاثنين الأسود»، وهو الاسم الــذي يطلق على يوم ١٩ أكتوبــر، حيث صرحت وزارة التجارة يوم الأربعاء الســابق لهذا اليــوم في تمام الثامنة والنصف صباحاً، أن الولايات المتحــدة تواجه عجزاً في تجارة البضائع قيمتــه ١٥,٧ بليــون دولار، وكان ذلك أكبر عجز يحدث في تاريــخ الولايات المتحدة آنذاك، كما تجاوز توقعات السوق بدرجة كبيرة. وقد ظهر رد الفعل في الأسواق المالية على الفور، حيث ارتفعت عوائد الســندات الحكومية طويلة المدى إلى أكثر من ١٠٪ للمرة الأولى منذ نوفمبر ١٩٨٥م، في حين تراجع الدولار بشكل عنيف. وقد تراجعت مؤشرات داو الصناعية بمقدار ٩٥ نقطة - أو ما يعادل ٤٪ - يوم الأربعاء، وهو ما يعد رقماً قياسياً في ذلك الوقت.

وظل الوضع يزداد سوءاً في يومي الخميس والجمعة، حيث تراجع مؤشر داو بمقدار ١٦٦ نقطــة - أو مــا يعادل ٧٪ - ليصبح ٢,٢٤٦. وبعد ظهيرة يوم الجمعة - وتحديداً قبل موعد الإغلاق بخمس عشرة دقيقة - حدثت عمليات بيع مكثفة في سوق الأسهم الآجلة بشيكاغو، وقد تراجعت المؤشرات لتصبح أقل من مســتويات الدعم الأســاسي، مما أدى إلى سيل من عمليات البيع في شيكاغو على يد أولئك الذين يرغبون في التخلص من الأسهم بأي سعر.

وقد تراجعت العقود الآجلة لمؤشر ســتاندرد آند بورز ٥٠٠ الخاص بشــهر ديسمبر على نحــو غير مســبوق إلى أقل من معدلاته بنســبة ٣٪. وهذا الانخفاض الكبير يشــير إلى أن أصحــاب الأمــوال أرادوا بيع كميات كبيرة بامتيازات رائعة لــكي يتم البيع بسرعة، بدلاً من المخاطرة بأن تظل أوامر البيع الخاصة بالأســهم دون تنفيذ في نيويورك. وفي نهاية التداول الخاص بيوم الجمعة، شــهد ســوق الأسهم أسوأ أسبوع له خلال ما يقرب من خمسة عقود من الزمن.

وقبــل أن تبــدأ بورصة نيويورك عمليــة التداول في يوم الاثنين التــالي، كان هناك بعض الدلالات الســيئة التي نراها في الأســواق العالمية. أما في طوكيو، فقد تراجع مؤشر نيكي بين عشية وضحاها بنسبة ٢,٥٪، وكان هناك أيضاً انخفاض شديد في سيدني وهونج كونج. وفي لندن، هبطت الأســعار بنســبة ١٠٪؛ نظراً لمحاولة الكثير من أصحاب الأموال بيع الأســهم الأمريكية التي يتم تداولها هناك، قبل أن يحدث الانخفاض المتوقع في بورصة نيويورك.

لقد اتسم تداول الأسهم في بورصة نيويورك ببعض الفوضى في يوم الاثنين الأسود، ولم يتم تداول أســهم مؤشر داو جونز الصناعي حتى الافتتاح في الســاعة التاسعة والنصف. وبعد ذلك، تم تداول ســبعة أســهم فقط من مؤشر داو قبل الســاعة العاشرة إلا الربع. وبحلول العاشرة والنصف من صباح ذلك اليوم، كان هناك ١١ ســهماً من مؤشر داو لم يتم افتتاحها بعد. وقد قامت «شركات التأمين على المحافظ الاســتثمارية» - التي ســنتحدث عنها لاحقاً خــلال هذا الفصــل - ببيع الكثير من الأســهم الآجلة؛ وذلك من أجل إبعــاد عملائهم عن التعامــل مع الســوق الذي ينهار. وبعــد الظهيرة من نفس اليوم، كان معدل بيع الأســهم الآجلــة لمؤشر ســتاندرد آند بورز ٥٠٠ هــو ٢٥ نقطة - أو ما يعــادل ١٢٪ - وهو أقل من معدلاته. كما أن هذا الانتشــار كان يعتبر فيما مضى أمراً لا يصدق. وفي فترة الظهيرة أيضاً، توالت كميات كبيرة من أوامر البيع التي يرسلها بائعو البرامج إلى بورصة نيويورك عن طريق

نظام حاسوبي، وقد تراجع مؤشر داو جونز الصناعي بمقدار ٣٠٠ نقطة تقريباً في الساعة الأخيرة من التداول، مما جعل حصيلة التداول لهذا اليوم تحقق رقماً قياسياً لتصبح ٥٠٨ أو ٢٢,٦٪.

وبالرغم من أن يوم ١٩ أكتوبر يذكره التاريخ على أنه يوم الانهيار الكبير للأسهم، إلا أنه في اليوم التالي «الثلاثاء المروع» - كما أطلق عليه بعد ذلك - كاد السوق أن ينهار تماماً. وبعد افتتاح التداول بأكثر من ١٠٪ من القيمة المنخفضة التي تم تحقيقها يوم الاثنين، بدأ السوق ينهار في منتصف اليوم. وبعد الظهر بقليل، تراجعت قيمة التداول عن قيمة الإغلاق الخاصة بيوم الاثنين. وقد تراجعت سوق الأسهم الآجلة لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ لتصبح ١٨١ - بمقدار ٤٠ نقطة أو ٢٢٪ - وهذه القيمة أقل من قيمة المؤشر المتعارف عليها. وإذا كانت موازنة المؤشر ممكنة، فإن أسعار الأسهم الآجلة سوف تجعل مؤشر داو يصل إلى ١,٤٥٠. كما أن أسعار الأسهم في أكبر الأسواق بالعالم - وفقاً لهذه الحسبة- كانت على بعد ٥٠٪ تقريباً من الارتفاع الذي حققته قبل سبعة أسابيع فقط وقيمته ٢,٧٢٢.

لقد أوشك السوق في هذا الوقت على الانهيار. وصحيح أن بورصة نيويورك لم تغلق أبوابها، ولكن تم وقف تداول ما يقرب من ٢٠٠ سهم. وللمرة الأولى، تم وقف التداول أيضاً للأسهم الآجلة الخاصة بمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ في شيكاغو.

وكانت سوق الأسهم الآجلة الوحيدة - بصرف النظر عن حجمها - التي ظلت مفتوحة هي أسهم مؤشر السوق الرئيسية، التي تم تداولها في مجلس التجارة بشيكاغو، والتي تمثل أسهم الشريحة الزرقاء، مثل: مؤشرات داو الصناعية. هذه الشرائح الزرقاء كان يتم بيعها بأسعار منخفضة في نيويورك، بحيث تكون مغرية بالنسبة لبعض المستثمرين. ونظراً لأنها هي السوق الوحيدة التي ظلت مفتوحة، أقدم عليها المشترون الذين يتحلون بالجرأة، وارتفعت الأسهم الآجلة بشكل جنوني بما يساوي ١٢٠ نقطة بمؤشر داو - أو ١٠٪ تقريباً - خلال بضع دقائق. وعندما رأى التجار ومتخصصو التداول أن عملية الشراء عادت إلى الشرائح الزرقاء من جديد، تحسنت الأسعار في نيويورك وانقضت أسوأ مرحلة من فزع الأسواق. وقد أوضح أحد التقارير التي أصدرتها صحيفة وول ستريت فيما بعد، أن هذه الأسهم الآجلة هي المفتاح الأساسي للتغلب على هذا الانهيار الكارثي للسوق[٢].

أسباب الانهيار الذي حدث في أكتوبر ١٩٨٧م:

لم يكـن هنـاك أي من الأحداث المؤثـرة - مثل: إعلان الحـرب أو الأعمال الإرهابية أو عمليات الاغتيال أو الإفلاس - التي سـاهمت في حدوث الاثنين الأسـود. ولكن كان هناك بعض الأمور المثيرة للقلق التي تهدد سـوق الأسـهم المتصاعدة لبعض الوقت، مثل: ارتفاع معدلات الأسـهم طويلة الأجل بشـكل حاد نتيجة انخفاض قيمة الـدولار، وسرعة تطوير إسـتراتيجية جديدة - تُعـرف بالتأمين على المحافظ الاسـتثمارية - التي تم وضعها لحماية المحافظ الاسـتثمارية من الانخفاض الذي تشهده جميع الأسواق، هذا الانخفاض الذي نشأ نتيجة النمو المتزايد في الأسهم الآجلة للمؤشرات التي تناولناها بالتفصيل في الفصل السابق، حيث إن هذه الأسواق لم تكن موجودة قبل ست سنوات.

سياسات سعر الصرف:

تكمن أسـباب الارتفاع المفاجئ في أسـعار الفائدة التي سـبقت انهيار سـوق الأسـهم في أكتوبـر ١٩٨٧م، في المحـاولات العقيمة التي قامت بها الولايـات المتحدة وباقي الدول الصناعية السـبع (اليابان، المملكة المتحدة، ألمانيا، فرنسـا، إيطاليا، كندا)؛ للحد من تراجع الدولار في أسواق الصرف العالمية.

وقد وصل الدولار إلى معدلات غير مسـبوقة في منتصف الثمانينيات في أعقاب عمليات الشراء الضخمة في اليابان وأوروبا للسندات بالدولار، وبعد أن أصبح الاقتصاد الأمريكي أكثر قوة، مما جعل ارتفاع أسـعار الفائدة للدولار يجذب المستثمرين الأجانب، وهو ما نتج عن عجز ميزانية الولايات المتحدة وأيضاً عن زيادة قوة الاقتصاد الأمريكي وتولي رونالد ريجان - المحب للرأسـمالية - للرئاسة. وفي فبراير ١٩٨٥م، تم المبالغة في تقدير قيمة الدولار بصورة كبـيرة، وأصبحت الصادرات الأمريكية غير قادرة على المنافسـة، مـما أدى إلى زيادة العجز التجاري بالولايات المتحدة، ثم بعد ذلك انقلب الوضع وبدأ في التراجع بشدة.

في البداية، ابتهج العاملون بالبنوك المركزية نتيجة انخفاض قيمة الدولار، ولكن بعد ذلك أصابهم القلق عندما استمر الدولار في التراجع، وازداد العجز التجاري بالولايات المتحدة بدلاً مـن أن يتحسـن. وقد اجتمع وزراء المالية في فبرايـر ١٩٨٧م في مدينة باريس بهدف دعم

الدولار، حيث أعربوا عن قلقهم لأن صادراتهم إلى الولايات المتحدة - التي ازدهرت بشــدة عندما ارتفعت قيمة الدولار - سوف تتأثر إذا أصبحت قيمة الدولار منخفضة.

وقــد ســاهم الاحتياطي الفيدرالي في برنامج اســتقرار قيمة الــدولار، الذي كان نجاحه متوقفاً على تحسن الوضع التجاري في الولايات المتحدة، أو التزام الاحتياطي الفيدرالي برفع أسعار الفائدة لدعم الدولار.

ولكن العجز التجاري لم يتحسن، بل إنه ازداد سوءاً بعد البدء بتطبيق سياسات استقرار التداول، حيث طالب التجار - الذين يشعرون بالقلق تجاه تدهور الميزان التجاري بالولايات المتحدة - برفع أســعار الفائدة للاحتفاظ بالأصول الأمريكية. وقد كان ليو ميلامد - رئيس التداول التجاري بشيكاغو - فظاً في جوابه، عندما سئل عن العوامل الأساسية التي أدت ليوم الاثنين الأسود: «السبب في حدوث الانهيار هو كل هذا الـغثاء حول العملات العالمية»[٣].

في البداية، تجاهلت سوق الأسهم ارتفاع أسعار الصرف، وكانت السوق الأمريكية تزدهر مثل معظم أســواق الأســهم في جميع أنحاء العالم، حيث ارتفعت قيمة مؤشرات داو جونز الصناعية - التي بلغت قيمتها ١٩٣٣م في بداية عام ١٩٨٧م - لتصبح ٢٧٢٥ في ٢٢ أغسطس، وهذا ما يعادل زيادة بنسبة ٢٥٠٪ عن قيمتها في أغسطس ١٩٨٢م، أي منذ خمس سنوات. وقد شاركت جميع الأسواق العالمية في هذا الأمر، حيث ظلت سوق الأسهم البريطانية طوال هذه الســنوات الخمس مرتفعة بنســبة ١٦٤٪، والسويسرية بنسبة ٢٠٩٪، والألمانية بنسبة ٢١٧٪، واليابانية بنسبة ٢٨٨٪، والإيطالية بنسبة ٤٢١٪.

ولكن كان ارتفاع سعر السندات - إلى جانب ارتفاع سعر الأسهم - بمثابة عقبة أمام سوق الأسهم، حيث ارتفع سعر السندات الحكومية طويلة الأجل - الذي بلغ ٧٪ في بداية العام - ليصبح ٩٪ في شهر سبتمبر، واستمر في الزيادة. ونتيجة ارتفاع قيمة الأسهم، انخفضت عوائد الأربــاح والإيرادات، وأصبحــت الفجوة بين العوائد الفعلية للســندات وبين عوائد الأرباح والإيرادات للأسهم كبيرة جداً، كما كانت في فترة ما بعد الحرب. وفي صباح يوم ١٩ أكتوبر، بلغت قيمة عوائد السندات طويلة الأجل ١٠,٤٧٪، بالرغم من إحكام السيطرة على مسألة التضخم، وأصبحت الفجوة بين عوائد الأســهم والعوائد الفعلية للسندات هي المرحلة التي أدت إلى انهيار سوق الأسهم.

الأسواق الآجلة:

لقد ساهم سوق العقود الآجلة لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ بشكل واضح في انهيار السوق. منذ إضافة سوق العقود الآجلة لمؤشر الأسهم، تم اقتراح أسلوب جديد للمداولة - يُعرف بالتأمين على محافظ الأسهم - من أجل مسألة إدارة المحافظ.

ونلاحظ أن مفهوم التأمين على محافظ الأسهم لا يختلف كثيراً عن الأسلوب الذي لم يعد يتم استخدامه، والمعروف باسم: أمر إيقاف الخسارة. فإذا قام أحد المستثمرين بشراء أي سهم وأراد حماية نفسه من تحمل الخسارة (أو المحافظة على الأرباح في حالة ارتفاع قيمته)، فيمكنه وضع أمر البيع بسعر أقل من السعر الحالي، بحيث يتم تفعيله في حالة تراجع الأسعار أو انخفاضها لتصبح أقل من السعر المحدد.

ولكن أوامر إيقاف الخسارة لا تعد ضماناً لخروجك من السوق. فإذا تراجع سعر الأسهم ليصبح أقل من السعر الذي قمت بتحديده، يكون أمر إيقاف الخسارة الخاص بك أمراً من السوق، يتم تنفيذه في حالة بلوغ السعر ثاني أفضل قيمة. وفي حالة ارتفاع أو انخفاض الأسهم بصورة كبيرة، يمكن تنفيذ الأمر الخاص بك عند وصول الأسهم لسعر أقل بكثير من السعر الذي قمت بتحديده، وهذا يعني احتمالية الشعور بالفزع إذا وضع الكثير من المستثمرين أوامر إيقاف الخسارة الخاصة بهم عند نفس السعر، حيث إن انخفاض الأسعار قد يتسبب في تدفق عدد هائل من أوامر البيع مما يؤدي إلى إرباك السوق.

يشعر المسؤولون عن تأمين محافظ الأسهم - الذين قاموا ببيع الأسهم الآجلة مقابل المحافظ الكبيرة لحماية أنفسهم من انخفاض الأسعار - بأنهم في مأمن من تلك المشكلات. وقد بدا من المستحيل تراجع أسعار الأسهم الآجلة لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ بصورة كبيرة، وعجز أسواق المال الأمريكية - أكبر أسواق المال في العالم - عن العثور على مشترين. وهذا الأمر يعد أحد أسباب استمرار أسعار الأسهم في الارتفاع، في مواجهة ارتفاع الأسعار طويلة الأجل بشكل مبالغ فيه.

ولكن حدثت فجوة كبيرة في سوق الأسهم بالكامل في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧م، حيث تراجعت الأسعار بنسبة ١٠٪ خلال الأسبوع التالي ليوم ١٢ أكتوبر، وتم تنفيذ عدد هائل من أوامر البيع التي غمرت الأسواق. لذلك، حاول الكثير من التجار ومديرو الأموال الذين يتبعون إستراتيجيات

التأمين على محافظ الأسـهم، بيع الأسهم الآجلة لحماية أرباح عملائهم من انهيار سوق الأسهم الآجلة، ولكن لم يكن هناك مشترون على الإطلاق، وقد اختفت السيولة النقدية أيضاً.

لقد أصبح ما ظنه معظم تجار الأسهم مستحيلاً أمراً واقعاً، حيث أصبحت أسعار الأسهم الآجلة أقل بكثير من أسـعار الأسهم في بورصة نيويورك؛ نتيجة توقف المستثمرين عن شراء الأسهم تماماً، وعجزت أكبر سوق مال بالعالم عن العثور على مشترين.

وقد تلاشـت ظاهرة التأمين على محافظ الأسـهم بسرعة بعد هذا الانهيار. فهو لم يكن برنامج تأمين على الإطلاق؛ لأن اسـتمرارية السوق وتوفير السيولة النقدية أمر غير مضمون تماماً. ولكن ظهر شـكل آخر بديل لحماية محافظ الأسـهم، وهي خيارات التداول. فعند تقديم هذه الخيارات للسـوق في فـترة الثمانينيات، تمكن المسـتثمرون من الحصول على ضمان ضد تراجع الأسـعار، عن طريق شراء قيم محددة على مؤشر السـوق، حيث إن من قام بشراء هذه القيم لم يشـعر بالقلق أبداً تجاه حدوث فجوات في الأسعار، أو القدرة على الخروج من السوق؛ وذلك لأن سعر التأمين يتم تحديده عند الشراء.

ومن المؤكد أن هناك عوامل أخرى بخلاف التأمين على محافظ الأسـهم، والتي ساهمت في الاثنين الأسـود. ولكن التأمين بشـكله الحالي والشـكل الآخر الذي يسبقه - أمر إيقاف الخسـارة - سرَّع في انهيار السـوق، حيث إن جميع هذه البرامج تنبع من فلسـفة التداول الأصليـة، التي تفيـد بإطلاق العنان للأربـاح والقضاء على الخسـارة في بدايتها. وفي حالة تطبيق هذه الفلسفة من خلال أوامر إيقاف الخسارة أو العقود الآجلة المرتبطة بالمؤشرات، أو حتى عن طريق التخلص من الأسـهم عند انخفاض أسعارها عن قيمة معينة، فإنها تمثل نقطة التحول في أحوال السوق.

قواطع التيار (إيقاف التداول):

بعـد حدوث هذا الانهيار، لجأت بورصة شـيكاغو التجارية - التـي كان يتم بها تداول العقود الآجلة المرتبطة بالمؤشرات سـتاندرد آند بورز - وبورصة نيويورك، إلى تطبيق قواعد من أجل تقييد أو إيقاف التداول عند بلوغ الأسعار حداً معيناً. كما قامت بورصة نيويورك بوضع القانون (٨٠أ)؛ لكي تمنع المضاربة في البورصة بشـكل يؤثر على اسـتقرارها، في حالة

تغير متوسط قيمة مؤشر داو جونز الصناعي بنسبة ٢٪ على الأقل، وهذا القانون يعرف بـ«تقييد التداول» لموازنة المؤشر بين سوق العقود الآجلة وبين بورصة نيويورك[٤].

ولكن أهم ما حدث هو وضع معايير لتقييد أو إيقاف التداول في كل من سوق العقود الآجلة وبورصة نيويورك، وذلك في حالة تغير الأسعار بصورة كبيرة. كما تم وضع قواعد جديدة منذ ١٩٨٨م وحتى ٢٠١٣م تنص على إيقاف التداول لمدة ساعة أو ساعتين أو طوال ساعات التداول، وذلك في حالة تراجع مؤشر داو جونز الصناعي بنسبة ١٠٪ و٢٠٪ و٣٠٪ على الترتيب. وفي أبريل ٢٠١٣م، قامت الهيئة الأمريكية للأوراق المالية والبورصات بتغيير قواعد «قواطع التيار» (وقف التداول)؛ وذلك لمنح مهلة مدتها ١٥ دقيقة في حالة تراجع مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ بنسبة ٧٪، ومهلة أخرى في حالة تراجع الأسعار بالسوق بنسبة ١٣٪. كما يتم إيقاف التداول لبقية اليوم في حالة تراجع أسعار السوق بنسبة ٢٠٪. ويجب إيقاف تداول العقود الآجلة في حالة إغلاق بورصة نيويورك[٥].

والسبب الأساسي وراء وضع قاعدة قواطع التيار، هو أن إيقاف التداول يمنح المستثمرين الوقت كي يتمكنوا من إعادة تقييم الوضع، ويحددوا إستراتيجية العمل بما يتناسب مع التغير السريع في الأسعار. وهذه المهلة قد تساهم في جذب المشترين إلى السوق، وتساعد القائمين على السوق كي يحافظوا على نسبة السيولة النقدية.

ولكن النقد الموجه إلى قاعدة إيقاف التداول، هو أنها تؤدي إلى زيادة تقلب الأسعار، عن طريق تنفير تجار الأسهم قصيرة الأجل من الشراء في حالة تراجع الأسعار بصورة كبيرة؛ وذلك لأنهم قد لا يتمكنون من ترك موقعهم والخروج من السوق إذا توقفت عملية التداول بعد ذلك، مما يؤدي إلى زيادة سرعة تراجع الأسعار لتصل إلى الحد الأدنى. وبالتالي، يزداد تقلب أسعار الأسهم قصيرة الأجل، كما حدث في ٢٧ أكتوبر ١٩٩٧م عندما تراجعت الأسعار لتصل إلى الحد الأدنى لها[٦].

الانهيار المفاجئ - ٦ مايو ٢٠١٠م:

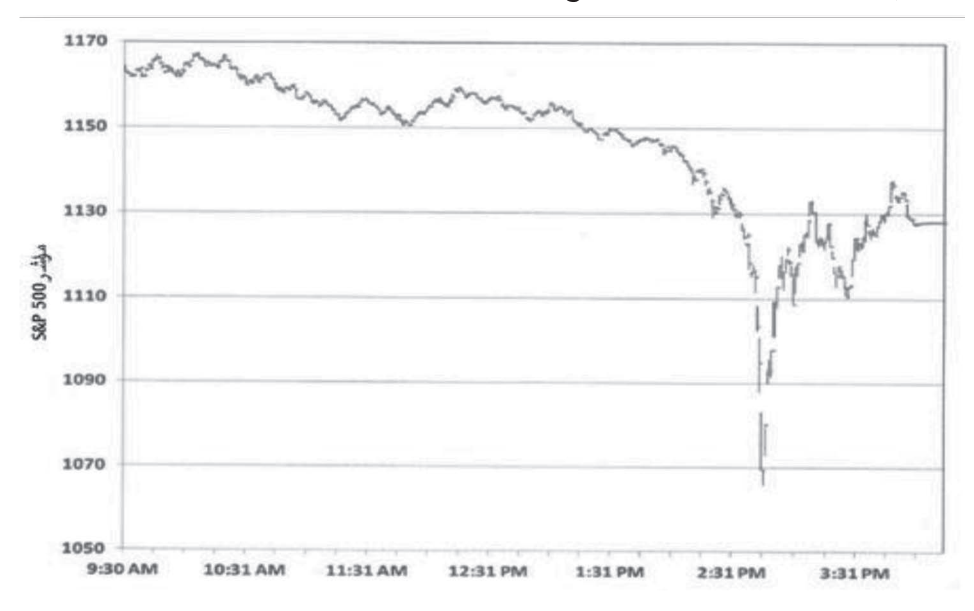
لقد شهد يوم الاثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧م ويوم الثلاثاء الذي يليه أكبر تقلب للأسعار في تاريخ سوق الأسهم الأمريكية، ولكن المستثمرين جميعاً شعروا بتوتر بالغ إزاء انهيار السوق

في ٦ مايـو ٢٠١٠م، هذا الحدث الذي أطلق عليه «الانهيـار المفاجئ»، حيث تراجع مؤشر داو جونز بعد السـاعة الثانية والنصف مساءً حسب التوقيت المحلي للولايات المتحدة، بما يزيد عن ٦٠٠ نقطة أو بنسـبة ٦٪ تقريباً خلال دقائق، ثم عاود الارتفاع مرة أخرى بنفس السرعـة، ولم تكـن هناك أنباءٌ اقتصادية أو مالية بإمكانها تفسـير هـذا الانخفاض. علاوة على ذلك، هناك الآلاف من الأسـهم الفردية تم تداولها بأسـعار أقل من سعر البيع لها منذ عدة دقائق فقط بنسـبة ٦٠٪ (أو أكثر من ذلك بقليل)، كما بلغت قيمة الحصة في الأسـهم المعروفة بِنساً واحداً.

لقد وقعت أسـعار الأسـهم تحت ضغط هائل طوال اليوم بسبب أزمة الدين الأوروبي. وفي تمام الثانية و٤٢ دقيقة من مسـاء ذلك اليوم - وبدون أي أنباء وبعد تراجع مؤشر داو جونز الصناعي بما يزيد عن ٣٠٠ نقطة - تعرضت الأسهم لهزة عنيفة، حيث تراجعت قيمة المـؤشر بما يزيد عـن ٦٠٠ نقطة خلال خمس دقائق فقط، وتجاوز الحد الأدنى في السـاعة الثانية و٤٧ دقيقة مساءً، ليصبح أقل من قيمته عند إغلاق اليوم السابق بمقدار ٩٩٩ نقطة أو ١٠٪ تقريبـاً. وفي غضـون خمس دقائق، خسرت الولايـات المتحدة أكثر من ٨٠٠ بليون دولار من قيمة أسـهمها. وفي خلال الـ٣٠ دقيقة التالية، اسـتعاد السـوق بعض قوته بعد ارتفـاع المـؤشر بمقدار ٧٠٠ نقطة قبـل الإغلاق ليصبح ١٠٥٢٠، أي أقل من اليوم السـابق بمقدار ٣٤٨. ويوضح الشـكل (١٩-٢) مسار السـوق طوال اليوم، وهو يعد نموذجاً لتقلب الأسـعار الذي يشبه انهيار سوق الأسـهم الذي حدث في أكتوبر ١٩٨٧م الموضح في الشكل (١٩-١أ) إلى حدٍ كبير، ولكن الاختلاف أنه حدث خلال فترة زمنية أقل بكثير.

بعد مرور خمسـة أشـهر تقريباً من البحث، أصدرت كل من الهيئة الأمريكية للأوراق الماليـة والبورصات وهيئة تداول السـلع الآجلة تقريراً مشـتركاً[٧]، يُلقي باللوم على نسـبة المبيعات الضخمة التي تقدر بأربعة بلايين دولار للأسـهم الآجلة بمؤشر سـتاندرد آند بورز ٥٠٠ بتمويل مشترك ضخم، والتي بدأت في الثانية و٤١ دقيقة واستمرت لمدة ثلاث دقائق، مما أدى إلى تراجع الأسـعار بسرعة كبيرة بنسـبة ٣٪ إضافية[٨]. وقد تم الكثير من عمليات البيع المشـار إليها على يد كبار المضاربين، الذين يسـتعينون ببرامج الحاسـوب لشراء وبيع السندات المالية بشكل سريع؛ وذلك لقياس مدى عمق السوق والتنبؤ بالأسعار المستقبلية.

ولكن نظراً لاســتمرار الأســعار في التراجع، عمد الكثير من كبار المضاربين إلى بيع الأسهم في الســوق الضعيفة غير المستقرة، مما ســاهم في تراجع أسعار الأسهم في المستقبل[٩]. وفي تمام الساعة ٢:٤٥:٢٨ مساءً، تم إيقاف تداول الأسهم الصغيرة لمدة خمس ثوانٍ، وذلك عند بلوغ حد إيقاف التداول الخاص ببورصة شــيكاغو. وخلال هذه المهلة الصغيرة، أقبل المشــترون على البورصة وعاودت الأسعار الارتفاع مرة أخرى.



الشكل (١٩-٢) «الانهيار لبرهة قصيرة» في ٦ مايو، ٢٠١٠م

وكان انخفاض متوســط أســعار الســوق أمراً مثيراً للقلق. ولكن ما لفت أنظار معظم المضاربين، هو انخفاض الأسعار بشكل غير طبيعي لبعض الشرائح الزرقاء، بعد تراجع قيمة العقــود الآجلة لمؤشر ســتاندرد آند بورز. وقد حقق بروكتر وجامبــل تداولاً بقيمة ٣٩,٣٧ دولاراً، وهذا يعد أقل من ســعر الافتتــاح ٨٦ دولاراً بما يزيد عن ٥٠٪. كما تراجعت شركة أكسنتور للاستشارات - التي تعتبر ضمن أعضاء مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠، والتي حققت تداولاً قيمته ٣٨ دولاراً في الثانية و٤٧ دقيقة - لتصبح قيمتها بِنســاً واحداً لكل ســهم بعد مرور دقيقتين فقط. ولم تكن شركة أكسنتشر هي الوحيدة، بل كان هناك ثمانية أسهم أخرى في مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ يتم تداولها بقيمة سنت واحد لكل سهم[١٠]. خلاصة القول:

إن هنــاك أكــثر مــن ٢٠٠٠٠ عملية تداول لحوالي ٣٠٠ ســند مالي، تمت بما يقل عن ســعر تداولها منذ بضع دقائق بنســبة ٦٠٪ أو أكــثر. وبعد الإغلاق قامت بورصة نيويورك - بعد التشاور مع هيئة تنظيم القطاع المالي - بإنهاء أو إلغاء جميع عمليات التداول، التي ارتفعت أو انخفضت بنسبة ٦٠٪ أو أكثر عن الأسعار السابقة لها.

وكان من المحتمل ألا يتم اكتشــاف هذه الأســعار إذا ظل المتخصصون - الذين يعملون في هــذه البورصة ممن يحافظون على أســعار الأســهم، قبل ظهور المضاربــة الإلكترونية - يتحكمون في أوامر البيع والشراء. وكان المتخصصون يقبلون على شراء هذه الأسهم بأسعار أعــلى بكثــير من الأســعار المنخفضة التي كان يتــم تداولها. ولكن تم إعــداد معظم نظم المضاربــة الإلكترونيــة الحديثة، بحيث يكــون رد فعلها مختلفاً عــن رد فعل المتخصصين. وعندما بدأت الأســعار في التراجع بشدة، تم توجيه هذه البرامج إلى الانسحاب من السوق؛ نظراً للتقلبات الكبيرة في الأســهم الفردية وارتباطها المستمر بأنباء الشركات التي لا تستطيع برامج المضاربة الإلكترونية الوصول إليها، حيث تم برمجة هذه الحواســيب للاســتفادة من الارتفاع والانخفاض في عملية التداول، وهو ما لم يكن متوفراً في ذلك اليوم.

عندما تراجعت أســعار الأســهم، تم تفعيل نظام إيقاف التــداول الذي وضعته بورصة نيويورك، وهو ما يعرف بنقاط تجديد السيولة. ولكن بدلاً من توفير السيولة النقدية، فقد أدى هذا التوقف إلى إرســال بعض أوامر البيع إلى الأسواق الأخرى التي يحرص فيها الوكلاء على القيم البديلة. والمقصود بالقيم البديلة: القيم البعيدة تماماً عن ســعر السوق (وعادة ما تكون ١٠٠٠٠٠ دولار في مناقصات القروش)، وليس الهدف هو مخالفة هذه القيمة أثناء التــداول. ولكن في حالة عدم وجود أوامر أخرى في الدفاتر التجارية، يتم تنفيذ هذه القيم البديلة بالنسبة للكثير من الأسهم.

ونتيجــة لهــذا الانهيار المفاجئ قامــت الهيئة الأمريكيــة للأوراق الماليــة والبورصات، بالتعاون مع أســواق تداول الأســهم وهيئة تنظيم القطاع المالي؛ مــن أجل تطبيق البرنامج التجريبــي لإيقاف التــداول على الفور فيما يخص تــداول الأوراق الماليــة الفردية، والذي ســيتم تطبيقه على جميع الأســواق. وقــد أدت هذه القواعد الجديــدة إلى إيقاف تداول الأوراق المالية لمدة خمس دقائق، وذلك في حالة تغير سعر هذه الأوراق المالية بنسبة ١٠٪

عن سـعرها خلال الدقائق الخمس الماضية. وفي ١٠ يونيو ٢٠١٠م، قامت الهيئة الأمريكية للأوراق الماليـة والبورصـات، بالتصديق على تطبيق إسـتراتيجية إيقاف التداول بالنسـبة للأسـهم التي تنتمي إلى مؤشر سـتاندرد آند بورز ٥٠٠. وفي ١٠ سبتمبر قامت نفس الهيئة باعتماد توسـيع البرنامج؛ ليشمل الأوراق المالية التي تنتمي إلى مؤشر روسيل ١٠٠٠ وبعض صناديق الاستثمار المتداولة. وفي أبريل ٢٠١٣م، قامت الهيئة بتغيير حد تغير الأسعار (١٠٪) إلى قاعـدة الحد الأقصى والحد الأدنى، التي تم وضعها كي تلائم تقلب سـعر الأوراق المالية الفردية. ففي حالة تداول الأسـهم بسـعر يزيد عن ٣ دولارات للسهم (فيما عدا صناديق الاسـتثمار المتداولة ذات النفوذ)، يظل الحد الخاص بتغير الأسـعار ١٠٪. ولكن هذا الأمر لا ينطبق على الدقائق الـ ١٥ الأولى والأخيرة، حيث يتم زيادة الحد فيها إلى ٢٠٪[١١].

وكان هذا الانهيار المفاجئ - الذي حدث بعد مرور عام واحد على أكثر الأسواق هبوطاً خـلال ٧٥ عاماً - سـبباً في انعدام ثقة الأفراد في إقامة سـوق عادل ومنظم للأسـهم. وقد اسـتند الكثيرون إلى الاتهام الموجه من الهيئة الأمريكية للأوراق المالية والبورصات إلى كبار المضاربـين في البورصة، بأنهم قد تلاعبوا بالسـوق لصالحهم ضد صغار المسـتثمرين، ولكن كبار المضاربين عانوا من ضعف مكانتهم بالسـوق بعد الانهيار المفاجئ. وقد تساءل الكثير مـن الباحثين إذا ما كان التداول لعـب دوراً بارزاً في تراجع مكانتهم بذلك اليوم. ونجد أن القواعـد الجديدة التي وضعتها الهيئة الأمريكية للأوراق المالية والبورصات، قد اسـتبعدت تماماً كلاً من التداولات الشاردة والمبالغ فيها التي تمت أثناء الانهيار المفاجئ.

ولكن إذا أمعنا النظر يتبين أن المسـتثمرين المنفردين ينبغي ألا يخشـوا تقلب أسـعار الأسـهم قصيرة الأجل، وألا يرغبوا في التسـوق داخل أحد المتاجر، التي تعلن من حين لآخر عن خفض الأسعار بنسبة ١٠ - ٢٠٪ لجميع السلع ولمدة ٣٠ دقيقة. لطالما كان تقلب أسعار الأسـهم قصيرة الأجل جزءاً من سوق الأسهم، والانهيار المفاجئ لم يكن له تأثير مستمر على تجاوز مرحلة السوق الهابطة التي استمرت من ٢٠٠٧م وحتى ٢٠٠٩م.

طبيعة تقلبات السوق:

بالرغم من اسـتياء معظم المسـتثمرين بشدة من تقلبات السـوق، إلا أنه يجب تقبله من أجل جمع العوائد الهائلة التي تقدمها الأسـهم، ومن الضروري تقبل المخاطرة للحصول

على عوائد أعلى من المتوسط. لا يستطيع المستثمرون تحقيق معدلات أكبر خالية من المخاطر، إلا إذا كان هناك احتمالية تحقيق معدلات أقل.

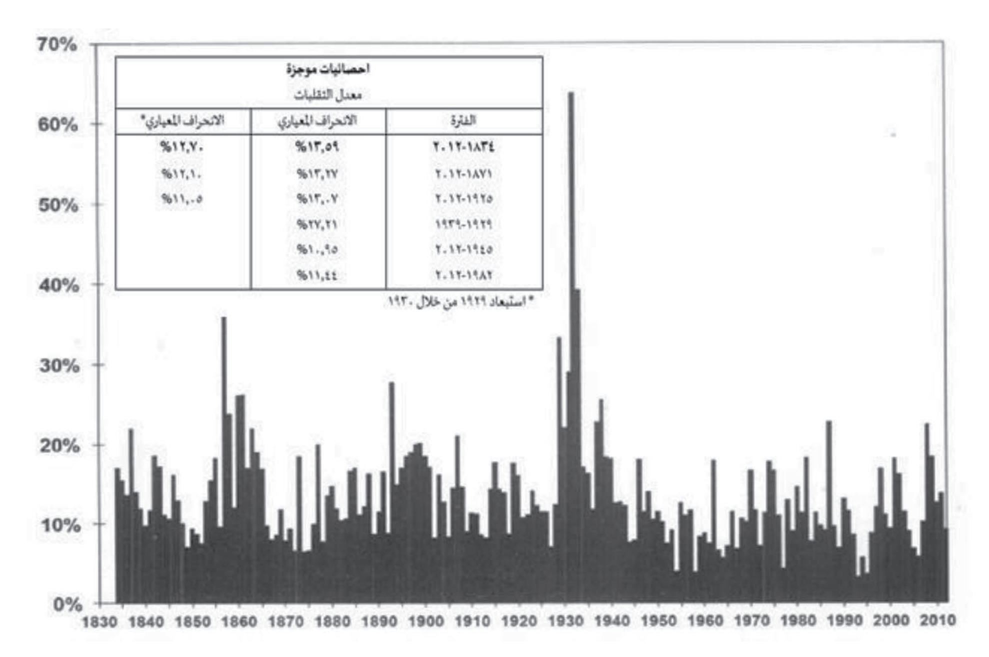
وفي الوقت الذي يخشى فيه الكثير من المستثمرين من تقلبات سوق الأسهم، نجد أنها تثير إعجاب غيرهم من المستثمرين، حيث تساعد القدرة على مراقبة الوضع في كل لحظة على تلبية احتياجات الكثيرين؛ من أجل التأكد من صحة حكمهم. كما يرى الكثيرون أن سوق الأسهم يعد بالفعل أكبر نادٍ للقمار على مستوى العالم.

ولكن هذه القدرة على معرفة قيمة أي سهم بالضبط في أي وقت، يمكن أن تكون أيضاً مصدراً للقلق؛ وذلك لأن العديد من المستثمرين لا يحبون إصدار الأحكام الفورية فيما يتعلق بسوق المال، وقد يلجأ بعضهم إلى أشكال أخرى من الاستثمار، مثل: الاستثمار العقاري الذي لا تتغير فيه الأسعار بشكل يومي. ويرى البعض الآخر أن عدم معرفة السعر الحالي يجعل الاستثمار أقل مخاطرة، حيث صرح كينز منذ ٧٥ عاماً فيما يخص رأي لجنة الأوقاف بجامعة كامبريدج في مسألة الاستثمار قائلاً:

> «سوف يقوم بعض المتعاملين بالبورصة بشراء الأسهم، دون خوف في مجال الاستثمارات العقارية غير المدرجة في سوق الأسهم والتي لا يمكن تسويقها. وهذا الأمر قد يقتلهم قلقاً إذا كان لديهم سعر محدد للبيع للمبالغ النقدية الفورية المتاحة عند المراجعة في كل مرة، حيث إن حقيقة عدم معرفتك بمدى تقلب الأسعار المعروفة، لا يجعل الاستثمار خالياً من المخاطر كما هو متعارف عليه»[١٢].

الاتجاهات التاريخية لتقلبات الأسهم:

يوضح الشكل (١٩-٣) التغير السنوي للأسهم الأمريكية منذ عام ١٨٣٤م وحتى ٢٠١٢م، من خلال حساب الانحراف المعياري لقيمة العوائد الشهرية. من اللافت للنظر وجود تقلب طفيف في أسعار السوق.

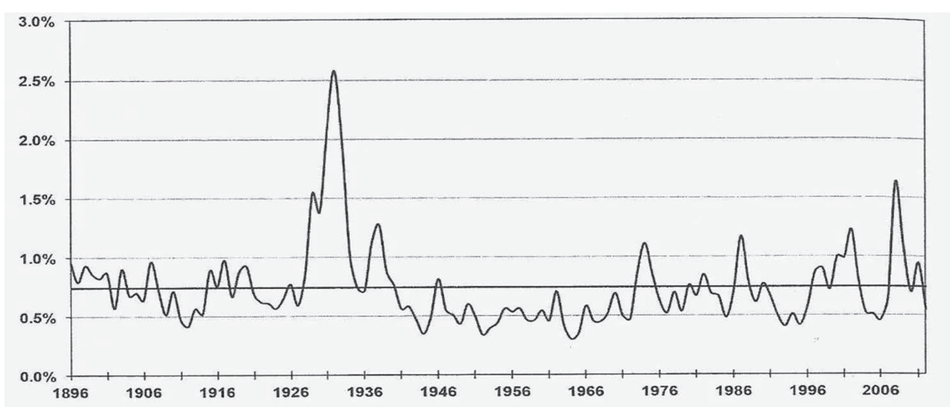


الشكل (١٩-٣) تقلبات سوق الأسهم منذ عام ١٨٣٤م وحتى ٢٠١٢م مُقاسة بالانحرافات المعيارية لقيمة العوائد الشهرية

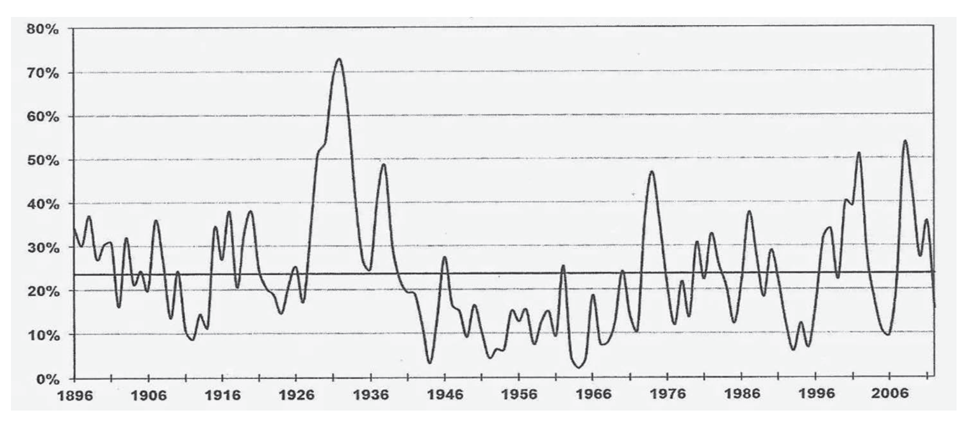
ونلاحـظ أن أكبر التقلبات حدثت أثناء فترة الكسـاد الكبـير، وكان عام ١٩٣٢ هو الذي شـهد أعلى نسبة لتقلبات السوق، حيث كانت نسـبة التقلبات السنوية لعام ١٩٣٢م هي ٦٣,٧٪، أي ٢٠ ضعف النسبة في عام ١٩٩٣م تقريباً، حيث شهد عام ١٩٩٣م أقل نسبة تقلب عـلى الإطلاق والانحراف المعياري له بلغ ٣,٣٦. أما في عام ١٩٨٧م، فكانت نسـبة تقلبات السـوق هي الأعلى منذ فترة الكسـاد الكبير، حيث تجاوزت نسـبة التقلبات في عام ٢٠٠٨، العام الذي شهد الأزمة المالية. وإذا استبعدنا الفترة من ١٩٢٩م إلى ١٩٣٩م، نجد أن متوسط تقلبات السـوق بلغت حوالي ١٢٪، وظلت مستقرة بشـكل مثير للانتباه ما بين ١٣٪ و١٤٪ طوال الـ ١٨٠ عاماً الماضية.

أمـا الشـكل (١٩-٤أ)، فإنه يعرض متوسـط نسـبة التغير اليومي في مـؤشر داو جونز الصناعي لكل عام منذ عام ١٩٨٦ وحتى وقتنا هذا، حيث بلغ متوسط التغير اليومي طوال الـــ ١١٧ عاماً الماضيــة ٠,٧٤٪، كما نجد تراجعاً لتقلبات السـوق منذ عـام ١٨٩٦م وحتى

١٩٦٠م - باســتثناء فترة الثلاثينيــات - ثم بعد ذلك عاودت الارتفاع. ومن ضمن أســباب معاودة الارتفاع هو سرعة استجابة السوق للتطورات الاقتصادية، حيث إن المعلومات التي كان من المعتاد أن تستغرق ساعات إن لم تكن أياماً كي ينعكس تأثرها على السوق، أصبحت الآن تســتغرق دقائق بل وثواني في بعض الأحيان. أما أســباب تراجع تقلبات مؤشر داو في بداية القرن العشرين، فإنها تشــمل زيادة عدد الأســهم التي تنتمي إلى مؤشر داو الصناعي من ١٢ إلى ٢٠ ســهماً، ثم إلى ٣٠ سهماً في عام ١٩٢٨م. وكانت نسبة التقلبات اليومية أثناء الأزمة المالية عام ٢٠٠٨م (١,٦٣٪)، هي الأعلى منذ فترة الكساد الكبير.



الشكل (١٩-٤أ) متوسط التقلبات اليومية في مؤشر داو جونز الصناعي ١٨٩٦م - ٢٠١٢م، متوسط نسبة التغير اليومي في مؤشر داو جونز الصناعي، يناير١٨٩٦م - ديسمبر٢٠١٢م



الشكل (١٩-٤ب) نسبة التغيرات اليومية التي تتجاوز ١٪، يناير ١٨٩٦م - ديسمبر٢٠١٢م

يوضح الشــكل (١٩-٤ب) نســبة أيام التداول التي تغيرت فيهــا قيمة مؤشر داو جونز الصناعي بنسبة تزيد عن ١٪، حيث بلغ متوسط هذه النسبة ٢٤٪ طوال تلك الفترة أو مرة في الأســبوع تقريباً، ولكنها تراوحت ما بين ١,٢٪ عام ١٩٦٤م إلى ٦٧,٦٪ عام ١٩٣٢م، وذلك عندما تغيرت قيمة مؤشر داو بنســبة تزيد عن ١٪ خلال أكثر من يومين من كل ثلاثة أيام للتداول. وقد أدت الأزمة المالية إلى حدوث أعلى نسبة من التقلبات، وأكبر ركود اقتصادي منذ فترة الكساد الكبير التي كانت في الثلاثينيات.

ومن الملاحظ أن معظم فترات زيادة التقلبات كانت أثناء الأســواق الهابطة، حيث ارتفع الانحراف المعياري لقيمة العوائد اليومية خلال فترات الركود الاقتصادي بنسبة تزيد عن ٢٥٪، مقارنةً بقيمته في فترات النمو. وهناك ســببان ســاهما في زيادة تقلبات الســوق خلال فترة الركود: الأول، هو أن فترات الركود - التي تعد استثناءً وليست قاعدة - تتميز بزيادة التذبذب الاقتصادي مقارنةً بفترات النمو. أما الســبب الثاني، فهو زيادة تقلبات الأرباح نتيجة تحمل التكاليف الثابتة، وذلك في حالة تراجع الإيرادات، مما يؤدي إلى ارتفاع تقلبات أسعار الأسهم.

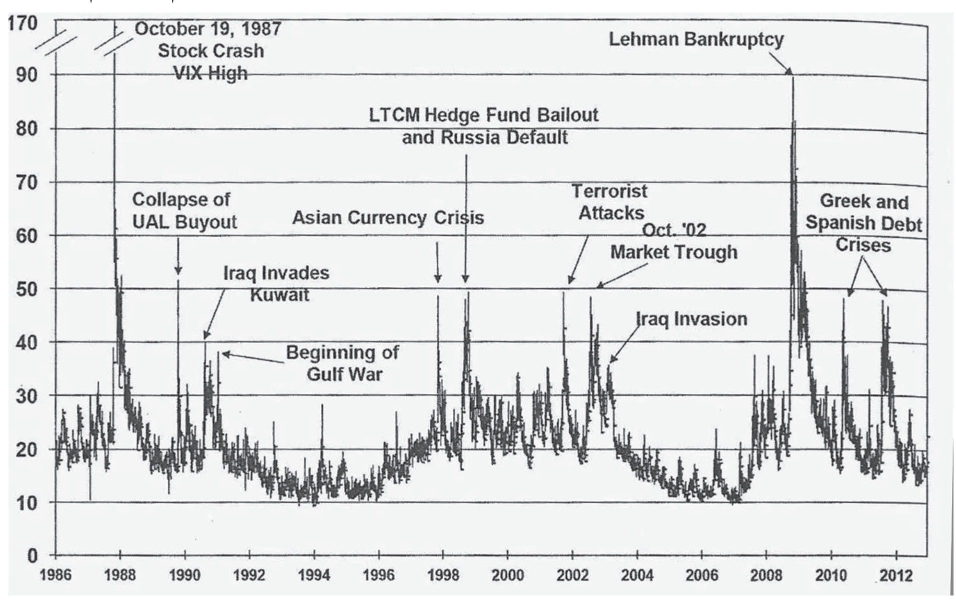
إذا تحولت الأرباح إلى خســائر، فإن قيمة الأســهم الخاصة بالشركات تصبح مثل ارتفاع ســعر التعاقد على أمر الشراء، الذي يؤتي ثماره فقــط في حالة حصول الشركة في نهاية الأمر لما يكفي من الأرباح لتغطية التكاليف، وإلا فإن الأمر يكون غير مجدٍ. وسبب ارتفاع تقلب الأســهم لأقصى درجة أثناء فترة الكســاد الكبير لا يعد لغزاً؛ لأن سوق الأسهم تمارس التداول باعتباره خيار شراء غير مربح إلى جانب انخفاض الأرباح المجمعة.

مؤشر القابلية للتطاير:

يعتــبر قياس التقلبات التاريخية أمراً بســيطاً، ولكن الأهم مــن ذلك هو قياس تقلبات الســوق التي يتوقع المســتثمرون حدوثها؛ وذلــك لأن التقلبات المتوقع حدوثها تشــير إلى مســتوى القلق داخل الســوق، وفترات الشــعور بالقلق الزائد غالباً ما تمثل نقاط تحول في سوق الأسهم.

ومن خلال دراســة أســعار قرارات البيع والشراء في المؤشرات الكبرى بسوق الأسهم، يمكن التوصل إلى أن التقلبات التي حدثت بالســوق تُعرف بالتقلبات الضمنية[١٣]. ففي عام ١٩٩٣م

قامت بورصة شـيكاغو لخيارات الأسـهم بتقديم مؤشر التقلبات الخاص بهـا، ويُعرف أيضاً بمؤشر التقلب أو مؤشر فيكس (وقد تحدثنا عنه في الفصل الثالث)، بناءً على أسعار الخيارات الفعلية لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠، ثم قامت بحساب هذا المؤشر بأثر رجعي حتى منتصف الثمانينيات[١٤]. ويعرض الشكل (١٩-٥) تقريراً أسبوعياً لمؤشر فيكس منذ عام ١٩٨٦م.



الشكل (١٩-٥) مؤشر القابلية للتطاير (فيكس)، ١٩٨٦م - ٢٠١٢م

حيـث يظهر لنا على المدى القصير وجود تناسـب عكسي قوي بـين مؤشر فيكس وبين مسـتوى أسعار السوق. فعندما تراجعت الأسعار، رغب المستثمرون في دفع المزيد لحماية أنفسـهم من العواقب، وقاموا بشراء أوامر البيع مما أدى إلى ارتفاع مؤشر فيكس. وعندما ارتفعت الأسـعار، تراجع مؤشر فيكس نظراً لشـعور المستثمرين بالثقة، وعدم القلق حيال تأمين محافظهم الاستثمارية من الخسارة.

قد تبدو هذه العلاقة أمراً محيراً؛ لأن المتوقع أن يسعى المستثمرون إلى مزيد من الحماية في حالة ارتفاع الأسعار وليس انخفاضها. ويمكن تفسير ما حدث لمؤشر فيكس بأن التقلبات السـابقة كانت كبيرة في الأسـواق الهابطة مقارنةً بالأسـواق الصاعـدة. لذلك، فإن تراجع الأسـعار يؤدي إلى ارتفاع مؤشر فيكس. ولكن الدليل الأكثر إقناعاً، هو أن التغير في شـعور

المستثمر بالثقة يؤدي إلى تغير رغبته في الهروب من خلال شراء الأسهم. وفي حالة ارتفاع أسعار الأسهم، يقوم المسؤولون عن الموازنة ببيع الأسهم للتخلص من موقعهم بالسوق، مما يؤدي إلى هبوط أسعار الأسهم، والعكس يحدث عندما يشعر المستثمرون بمزيد من الثقة بسبب عوائد الأسهم.

من السهل أن نرى من خلال الشكل (١٩-٥)، أن أعلى القيم التي حققها مؤشر فيكس تتزامن مع فترات التذبذب وتراجع أسعار الأسهم بشكل كبير، حيث بلغ مؤشر فيكس ١٧٢ نقطة في يوم الثلاثاء التالي ليوم ١٩ أكتوبر ١٩٨٧م - انهيار سوق الأسهم - وتعتبر هذه القيمة أعلى نسبة حققها هذا المؤشر.

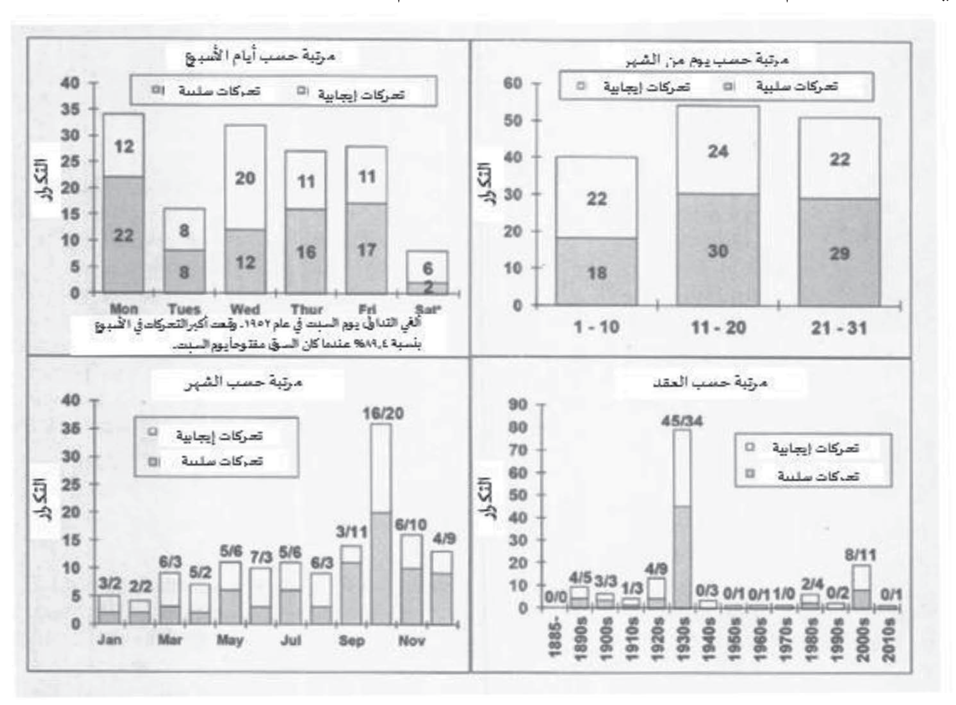
وفي بداية ومنتصف التسعينيات، هبط مؤشر فيكس ليصل إلى ما بين ١٠ و٢٠ نقطة. ولكن مع حدوث الأزمات الآسيوية عام ١٩٩٧م، ارتفع مؤشر فيكس إلى ما بين ٢٠ و٣٠ نقطة، كما قفز مؤشر فيكس إلى ما بين ٤٠ و٥٠ نقطة في ثلاثة أحداث: في أكتوبر ١٩٨٧م عندما هبط مؤشر داو ٥٥٠ نقطة أثناء الهجوم على دولار هونج كونج؛ وفي أغسطس ١٩٩٨م عند تحويل الأسهم طويلة الأجل إلى سيولة؛ وفي الأسبوع التالي لأحداث ١١ سبتمبر ٢٠٠١م الإرهابية. وبعد انهيار سوق الأسهم عام ١٩٨٧م، بلغ مؤشر فيكس ٩٠ نقطة، وهذه القيمة تم تحقيقها أيضاً بعد فترة وجيزة من إعلان الأخوين ليمان لإفلاسهما في سبتمبر ٢٠٠٨م، ثم عاود مؤشر فيكس الارتفاع من جديد أثناء أزمات الدين التي مرت بها كل من اليونان وإسبانيا. أما بالنسبة لأقل قيمة حققها مؤشر فيكس، فقد كانت في ديسمبر ١٩٩٣م عندما تراجع مؤشر التقلب إلى ٨,٨٩ نقطة.

وخلال السنوات الأخيرة، ثبت أن الشراء عند ارتفاع مؤشر فيكس والبيع عند انخفاضه من الإستراتيجيات المربحة على المدى القريب، وكذلك الشراء عند هبوط الأسعار والبيع عند ارتفاعها. والسؤال هنا هو: ما مدى الارتفاع وما مدى الانخفاض المقصود؟ فقد يكون أحد المستثمرين - على سبيل المثال - قد حاول شراء الأسهم يوم الجمعة الموافق ١٦ أكتوبر ١٩٨٧م عندما بلغ مؤشر فيكس ٤٠ نقطة، حيث إن الشراء في هذه الحالة يعتبر أمراً كارثياً، مع العلم بحدوث الانهيار الكبير الذي تلا يوم الاثنين.

توزيع نسب التغيرات اليومية الكبيرة:

لقد ذكرنا في الفصل السادس عشر أن هناك ١٤٥ يوماً في الفترة من ١٨٨٥م وحتى ٢٠١٢م، تغير فيها مؤشر داو جونز الصناعي بنسبة ٥٪ أو أكثر: ٦٨ صعوداً و٧٧ هبوطاً، وكان ٧٩ يوماً مــن هــذه الأيام - أي ما يقرب من ثلثي هذه الأيام - في الفــترة من ١٩٢٩م وحتى ١٩٣٣م. وأكثر الأعوام تقلباً حتى الآن من حيث التغيرات اليومية هو عام ١٩٣٢م، الذي يضم ٣٥ يوماً تغير فيها مؤشر داو بنســبة ٥٪ على الأقل. وأطول فترة زمنية بين تغيرين متتالين بنســبة ٥٪ على الأقل هي ١٧ عاماً، وكان ذلك قبل انهيار سوق الأسهم في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧م.

يعرض الشكل (١٩-٦) تواريخ الأيام التي شهدت التغيرات اليومية الكبيرة، حيث وقعت معظم هذه التغيرات الكبيرة في يوم الاثنين، في حين يعد يوم الثلاثاء حتى الآن أقل يوم من حيث التغيرات (فيما عدا يوم الســبت)، حيث شــهد يوم الاثنين أكبر عدد من أيام الهبوط، في حين شهد يوم الأربعاء حتى الآن أكبر عدد من أيام الصعود.



الشكل (١٩-٦) توزيع نسب التغيرات في مؤشر داو جونز الصناعي بما يزيد عن ٥٪، ١٨٨٥م - ٢٠١٢م

وكانت ٣٦ يوماً من هذه الأيام في شـهر أكتوبر، حيث شـهد هذا الشهر أكثر من ضعف عدد التغيرات الكبرى التي شـهدها أي شـهر آخر. وهناك تفسـير لاعتبار شهر أكتوبر من أعلى الشهور تقلباً، ليس فقط لأنه شهد ما يقارب ربع إجمالي التغيرات الكبرى؛ بل لأنه شهد أيضاً أضخم انهيارين لسوق الأسهم في التاريخ: أكتوبر ١٩٢٩م وأكتوبر ١٩٨٧م. ومن المثير للانتباه أن ثلثي إجمالي التراجعات الكبرى تقريباً، قد حدثت خلال الشـهور الأربعة الأخيرة من العام. ويتناول الفصل (٢١) خصائص موسمية أخرى لعوائد الأسهم.

ترتبط أكثر المعلومات غرابة حول تغيرات السـوق الكبرى بفترة الانهيار الضخم لسـوق الأسهم، حيث تراجع مؤشر داو جونز الصناعي منذ ٣ سبتمبر ١٩٢٩م وحتى ٨ يوليو ١٩٣٢م بنسـبة ٨٩٪ تقريباً. وخلال تلك الفترة كان هناك ٣٧ مرة تغير فيها مؤشر داو بنسـبة ٥٪ أو أكثر. ومن المثير للدهشة أن ٢١ مرة منها كان التغير يتمثل في ارتفاع المؤشر، والكثير من هـذه القفزات كانت ناتجة عن عمليات التغطية القصيرة (أي شراء الأسـهم التي تم بيعها منذ فترة قصيرة)، التي تتم عندما يسارع المضاربون الذين ظنوا أن السوق يسير على طريق ثابت ببيع الأسـهم التي لا يملكونها، ثم يضطـرون إلى شرائها مرة أخرى أو تغطية موقعهم عندما ترتفع الأسعار.

وليس من النادر بالنسـبة للأسـواق التي تبدو وكأنها تسـير في اتجاه واحد، أن تتعرض لتغـيرات كبـيرة من حين لآخر نحو الاتجاه الآخر. وفي الأسـواق الصاعـدة، يعتبر مصطلح «تسـتقل السلالم صعوداً في حين يكون المصعد هبوطاً» هو الوصف الملائم لسلوك السوق. ويجب أن يكون المستثمرون العاديون على حذر من: لا يُعتبر جني المال في الأسواق الثابتة بالسـهولة التي يبدو عليها. والمستثمر الذي يحاول التلاعب بهذه الأسواق يجب أن يكون مستعداً للخروج سريعاً من السوق، إذا وجد أن السوق يسير في الاتجاه المعاكس.

اقتصاديات تقلبات السوق:

ترتكز العديد من الشـكاوى حول تقلبات السـوق على الاعتقاد بأن السـوق يستجيب للتغيرات في الأخبار بشـكل بالغ الحساسـية. ولكن من الصعب تحديد الطريقة التي تؤثر بها الأخبار على السـوق، لدرجة أن القليل هو من يستطيع قياس التأثير المناسب لحدثٍ ما

على سـعر سـهمٍ ما. وكنتيجة، غالباً ما يقـوم المتاجرون باتباع الحشـد، ويحاولون التنبؤ بالاستجابة المتاجرون الآخرين وقت حدوث الخبر.

منذ ما يزيد عن نصف قرن، قام كينز بتفسير مشكلة المستثمرين الذين يحاولون تقييم السهم عن طريق أساسيات اقتصادية كمناهضين لمبدأ «اتباع الحشود»، حيث صرح بقوله:

> «إن الاسـتثمارات القائمة على توقعات أصيلة طويلـة المدى صعبة جداً اليوم، حيث إنها نادراً ما يمكن ممارسـتها، حيث يجب على من يحاول فعلها أن يمـر بالتأكيد بأيام شـاقة أكثر بكثير، وأن يجـاري مخاطرة أكبر من الذي يحاول أن يخمن أفضل من الحشـد كيف سيسـتجيب الحشـد. وفي حالة الذكاء المتساوي، قد يقترف المزيد من الأخطاء الكارثية»[١٥].

في عـام ١٩٨١، قام روبرت شـيللر مـن جامعة بيل بابتكار طريقـة لتحديد ما إذا كان مسـتثمر الأسـهم يميل إلى المبالغة في رد الفعل نحو التغيرات في معدلات الفائدة، الأرباح والتي هي اللبنات الأساسـية لقيمة الأسـهم[١٦]. ومن خلال فحـص البيانات التاريخية، قام بحساب قيمة مؤشر S & P 500 الذي كان يجب أن يكون عليه لتحقيق الأرباح ومعدلات الفائدة المرجوة. نحن نعرف ماهي تلك القيمة؛ لأنه كما هو موضح في الفصل (١٠)، يتضح أن أسعار الأسهم هي القيمة الحالية المخصومة من التدفقات النقدية المستقبلية.

وكان ما وجده هو أن أسعار السهم كانت متنوعة جداً، على أن يتم تفسيرها بدقة عن طريق السـلوك التالي للأرباح ومعدلات الفائدة. ولقد بدا أن أسعار الأسهم تتفاعل بشكل مبالـغ فيه مع التغيرات في الأرباح، مع الفشـل في الأخـذ في الاعتبار أن معظم التغيرات في دفعات الربح كانت مؤقتة فقط[١٧]. على سبيل المثال، قام المستثمرون بتسعير الأسهم خلال ركـود اقتصـادي، كما لو أنهم توقعوا أن الأرباح سـتكون أقل بكثير، بشـكل مخالف تماماً للخبرة التاريخية.

تعني كلمة دورة عند اسـتخدام مصطلح الدورة التجارية إلى أن الارتفاعات في النشاط الاقتصـادي تتبعها انخفاضات، والعكس صحيح. وحيث إن المكاسـب والأرباح تميل لاتباع دورة الأعمال، فلا بد وأنهما أيضاً يسلكان نمطاً دوريًّا للارتفاع والانخفاض.

لكن دائماً ما ترجع الأسعار إلى قيمة متوسطة بمرور الوقت. بموجب تلك الظروف، يجب أن يكون للهبوط المؤقت في الأرباح أو العوائد أثناء فترة الركود الاقتصادي، تأثير ضئيل جداً على سعر السهم، الأمر الذي يخصم الأرباح في المستقبل غير المتناهي.

عند انهيار الأسهم، يتم نسج أسوأ السيناريوهات في عقول المستثمرين. في ٦ مايو ١٩٣٢م، بعدما غطست الأسهم بقيمة ٨٥ ٪ من ارتفاعها في ١٩٢٩م، أصدرت دين ويتر المذكرة التالية إلى زبائنها:

> «يوجد بناءان فقط يمكن التمسك بهما للمستقبل. إما أننا سنصل إلى الفوضى أو التعافي. النظرية الأولى حمقاء. إذا حدثت الفوضى فلن يحافظ شيء على قيمته. لن تبقى للسندات ولا للأسهم ولا للإيداعات البنكية ولا للذهب قيمة. ستكون العقارات أصولاً غير ذي قيمة؛ لأن الأوراق المالية ستكون غير آمنة. لا يمكن إسناد أي سياسة على تلك الاحتمالية المستحيلة. لذلك، يجب أن يتم توقع السياسة في ضوء نظرية التعافي. ليس الكساد الحالي هو الأول؛ قد يكون الأسوأ. ولكن تماماً مثلما صححت الظروف نفسها في الماضي وتدريجياً أعيد ضبطها إلى المعتاد، فسوف يحدث ذلك مجدداً. الشك الوحيد حول متى يحدث .... أتمنى أن أصرح بكل تأكيد أنه في خلال بضع سنوات ستبدو الأسعار الحالية منخفضة بشكل سخيف، بنفس القدر الذي ستبدو به أسعار ١٩٢٩م مرتفعة بشكل كبير»[١٨].

بعدها بشهرين، ضربت سوق الأسهم انخفاضها على الإطلاق ونشطت بشكل قوي. بالالتفات للماضي، فقد عكست تلك الكلمات حكمة كبيرة وتوقع سليم للاختلالات المؤقتة لأسعار الأسهم. إنما بعد نطقها، كان ظن المستثمرين مخيباً بشدة من الأسعار. لذلك؛ اقتنعوا بتشاؤم بفكرة أن الرسالة لم تلق صدى. يناقش الفصل (٢٢) لماذا يبالغ المستثمرون كثيراً في رد الفعل تجاه الأحداث القريبة، ويفشلون في النظر للسوق على المدى البعيد.

أهمية تقلبات السوق:

على الرغم من حالة انهيار السوق في أكتوبر ١٩٨٧م، كان هناك تأثير دام قليلاً بشكل عجيب على الاقتصاد العالمي أو حتى على الأسواق المالية؛ لأن حدث ١٩٨٧م

لم يتنبأ أي انهيار مستقبلي في أسعار الأسهم أو انخفاض في النشاط الاقتصادي. فإنها لن تحقق أبداً السمعة السيئة لانهيار عام ١٩٢٩م، إنما هي درس ربما يكون هاماً. يمكن للذين يحمون الاقتصاد مثل دفع تصرف الاحتياطي الفيدرالي لتوفير سيولة للاقتصاد، والتأكيد على التوظيف السليم للأسواق المالية، أن تمنع الانكسار الاقتصادي من النوع الذي يحدق باقتصادنا أثناء الكساد العظيم.

لا يعني هذا أن الأسواق مستثناة من التقلبات العنيفة، حيث إن المستقبل سيظل دائماً غير أكيد. يسود علم النفس والصحة على أساسيات الاقتصاد غالباً. وكما سبق وصرح كينز منذ أكثر من ٧٠ عاماً في النظرية العامة: إن الحقيقة الواضحة هي أن التداعي البالغ في أساس المعرفة، هي التي يجب أن تقام عليها تقديراتنا للربح المرتقب[١٩]. تخضع التقديرات المشكوك بها إلى التغير المفاجئ. لذلك، ستكون الأسعار في السوق الحرة متقلبة. ولكن قد بيَّن التاريخ أن المستثمرين الذين يرغبون في الخطو داخل السوق عندما يجري الأخرون نحو مخرج الهروب، هم من يحصدون أرباح تقلب السوق.

الهوامش:

1. This is based on a $55 trillion worldwide total stock value at the end of 2012.

2. James Stewart and Daniel Hertzberg, “How the Stock Market Almost Disintegrated a Day After the Crash,” Wall Street Journal, November 20, 1987, p. l.

3. Martin Mayer, Markets, New York: Norton, 1988, p. 62.

4. The New York Stock Exchange Index replaced the Dow Jones Industrials to compute the 2 percent rule.

5. Before 1998, the New York Stock Exchange suspended trading for one-half hour when the Dow fell by 350 points and closed the exchange when the Dow fell by 550 points. Both of these halts were triggered on October 27, 1997, when the Dow Industrials fell by 554 points in response to the Asian currency crisis. Because of intense criticism of these closings, the NYSE sharply widened the limits to keep trading open. The new trading limits for closing the exchange have never yet been breached.

6. When the markets reopened after the 350-point limit was reached, traders were so anxious to exit that the 550-point limit was reached in a matter of minutes. See also note 5.

7. SEC and CFTC, Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010, September 30, 2010.

8. These were sold through the e-mini market, valued at about $50,000 per contract.

9. These explanations were immediately challenged by the Chicago Monetary Exchange, which claimed that the large sell order represented less than 5 percent of the total volume in the S&P futures market during the 3V2 minutes that preceded the market bottom at 1: 45: 28. The CME response can be found on its website at http:/ / cmegroup.mediaroom.com/ index.php?s=43&item=3068.

10. Tom Lauricella and Peter McKay, “Dow Takes a Harrowing 1010.14 Point Trip,” Wall Street Journal, May 7, 2010.

11. For leveraged securities or securities trading under $3, the limits are higher.

12. Charles D. Ellis, ed., “Memo for the Estates Committee, King’s College, Cambridge, May 8,1938,” Classics, Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1989, p. 79.

13. This is done by solving for the volatility using the Black-Scholes options pricing formula. See Chapter 18.

14. Until 2003, the VIX was based on the S&P 100 (the largest 100 stocks in the S&P 500 Index).

15. John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest, and Money, First Harbinger Edition, New York: Harcourt, Brace &World, 1965, p. 157. (This book was originally published in 1936 by Macmillan & Co.)

16. Robert Shiller, Market Volatility, Cambridge, MA: MIT Press, 1989. The seminal article that spawned the excess volatility literature was "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?," American Economic Review, vol. 71 (1981), pp. 421-435.
17. Robert Shiller was awarded the 2013 Nobel Prize in Economics in part for this research on market volatility.
18. Memorandum from Dean Witter, May 6, 1932.
19. Keynes, The General Theory, p. 149.

الفصل العشرون
التحليل الفني والاستثمار وفقاً للاتجاه

«هذا صحيح؛ يميل الكثيرون من المشككين إلى رفض الإجراء بكامله [قراءة الرسم البياني]، حيث إنه أقرب إلى علم التنجيم والعرافة، لكن الوزن الكبير لأهميته في وول ستريت يتطلب أن يتم فحص ادعاءاته مع درجة معينة من الاهتمام».

بنجامين فرانكلين وديفيد دود، ١٩٣٤م[١].

طبيعة التحليل الفني:

الأعلام والشعارات والصحون وتكوينات الرأس والكتفين. الاحتمالات والمؤشرات المتحركة بين متوسط الالتقاء، والاختلاف والشموع. هذه اللغة الغامضة للمحلل الفني؛ مستثمر يتوقع العائدات المستقبلية باستخدام اتجاهات الأسعار السابقة. وقد اجتذبت بعض المجالات من تحليل الاستثمار أكثر النقاد. وحتى الآن، أي منطقة أخرى ليس لديها جوهر مثل هؤلاء المؤيدين المتخصصين المتحمسين. كثيراً ما رُفض التحليل الفني من قِبل الاقتصاديين الأكاديميين، حيث إنه مفيد كعلم التنجيم (يعطي مظهراً جديداً)، وبعض الأدلة الحديثة إيجابية بشكل مفاجئ. يقف المحللون الفنيون أو كما يسمونهم: المحللين، في تناقض حاد مع المحللين الأساسيين الذين يستخدمون متغيرات، مثل: الإيرادات، والأرباح، والقيم الدفترية؛ ليتنبأوا بعوائد الأسهم. تجاهل المحللون هذه المتغيرات الأساسية؛ للمحافظة على تلك المعلومات المهمة للتنبؤ بتحركات الأسعار في المستقبل، والتي يمكن جمعها بتحليل أنماط السعر الماضية. بعض هذه الأنماط هو نتيجة تحولات في سيكولوجية السوق، والتي تميل إلى تكرار نفسها، في حين أن البعض الأخر ناجم عن مستثمرين متطلعين، والذين لديهم معرفة خاصة من آفاق الشركة.

إذا قرأت هذه الأنماط بشكل صحيح، الخاصة بتأكيد المحللين، يمكن للمستثمرين الاستفادة منها في التفوق على السوق، والمشاركة في الربح من هؤلاء الذين هم أكثر دراية بآفاق الأسهم.

تشارلز داو محلل فني:

أول محلل فني حظي بتغطية إعلامية كان تشارلز داو، منشئ مؤشر داو جونز الصناعي. ولكن لم يحلل تشارلز داو فقط الرسوم البيانية. بالتزامن مع اهتمامه بتحركات السوق، أسس داو مجلة وول ستريت ونشر إستراتيجيته في الافتتاحيات في أوائل ١٩٠٠م. وسع خليفة داو «ويليام هاملتون» نهج داو التقني، ونشر مقياس سوق الأسهم عام ١٩٢٢م. بعد عشر سنوات، جعل تشارلز مفاهيم داو رسمية في كتاب بعنوان: نظرية داو. شبه تشارلز داو انحسار وتدفق أسعار الأسهم بأمواج في المحيط. ادعى أنه كان هناك موجة أولية والتي مثل المد والجزر، والتي حددت الاتجاه العام. على هذا الاتجاه ركبت موجات ثانوية وتموجات طفيفة. وادعى أيضاً أنه يمكنك أن تحدد أي اتجاه كان فيه السوق، بتحليل جدول لمؤشر داو جونز الصناعي؛ وحدة التخزين في السوق؛ ومؤشر سكك حديد داو جونز (تسمى الآن: وسائل النقل). اعترف الذين يتبعون نظرية داو أن الإستراتيجية قد حصلت على مستثمر من سوق الأسهم، قبل تحطم الأسهم في أكتوبر ١٩٢٩م. صرح مارتن جل برينج، محلل فني مشهور، أنه بداية من ١٨٩٧ قد رأى المستثمرون الذين اشتروا أسهماً في مؤشر داو؛ كاستثمار أصلي من ١٠٠دولار يصل إلى ٥٠٨، ١١٦ دولاراً بحلول يناير ١٩٩٠م، في مقابل ٥,٦٨٢ دولاراً مع إستراتيجية شراء وعقد (استبعدت هذه الحسابات الأرباح المعاد استثمارها)[٢]. لكن تأكيد الأرباح التي تأتى من التجارة التي أساسها نظرية داو، تأكيد صعب؛ لأن مؤشرات البيع والشراء ذاتية بحتة ولا يمكن تحديدها بقواعد عددية دقيقة.

عشوائية أسعار الأسهم:

على الرغم من أن نظرية داو يمكن ألا تكون شائعة كما كانت، فإن التحليل الفني لايزال موجوداً وجيداً. الفكرة أنه يمكنك تحديد الاتجاهات الرئيسية في السوق. ركوب الأسواق الصاعدة سوف يجنبنا الأسواق الهابطة، وهو الهدف الأساسي للمحليين الفنيين.

يهاجم معظم الاقتصاديين حتى الآن المبدأ الأساسي للمحللين الفنيين، حيث إن أسعار الأسهم تتبع أنماطاً يمكن التنبؤ بها. لهؤلاء الباحثين الأكاديميين تتفق تحركات الأسعار في السوق بشكل وثيق مع نمط يُسمى: سير عشوائي، أكثر من تشكيلات خاصة تتنبأ بعائدات مستقبلية. أول اقتصادي وصل لهذا الاستنتاج هو فريدريك ماكولى، اقتصادي في الجزء

الأول من القرن العشرين. ذُكرت تعليقاته في اجتماع العشاء للجمعية الأمريكية الإحصائية عام ١٩٢٥م على موضوع «التنبؤ بأسعار الأوراق المالية» في المجلة الرسمية للجمعية:

«لاحظ ماكولي وجود تشـابه كبير بين تقلبات سوق الأسهم والأخرى التي تتبـع منحنى التغيير، الذي يمكن الحصـول عليه عن طريق رمي حجر النرد. سوف يعترف كل شخص بأن مسار منحنى الصدفة البحتة لا يمكن التنبؤ به. إذا أمكن التنبؤ بسوق الأسهم عن طريق رسم بياني لتحركاته، يجب أن يكون بسبب اختلافه عن منحنى الفرصة»[٣].

بعد أكثر من ثلاثين عاماً، حاكى بروفيسـور في جامعة شـيكاغو يُسـمى هاري روبرتس، التحركات في السـوق عن طريق رسـم تخطيط لتغيرات الأسـعار التي نتجت عن أحداث عشـوائية، مثل: رمي قطعة نقد. بدت هذه المحاكاة كرسوم بيانية لأسعار الأسهم الفعلية، تكوين الأشـكال، واتباع الاتجاهات المحددة بواسطة المحللين الفنيين لتصبح تنبؤات مهمة لعائدات مستقبلية. لكن منذ كان تغير أسعار الفترة المقبلة قبل البناء، حدثاً عشوائياً تماماً، كأنماط منطقية، امتنع بها المحتوى التنبؤي. دعم البحث المتقدم معتقداً بأن أنماط واضحة في أسـعار الأسهم الماضية، كانت نتيجة لتحركات عشوائية تماماً. ولكن هل تصنع عشوائية أسـعار الأسـهم مغزى اقتصادياً؟ لا تحدث العوامل التي تؤثر على العرض والطلب بشكل عشـوائي، ويمكن التنبؤ بها تماماً من فترة لأخرى. ألا يجب أن تجعل هذه العوامل أسـعار الأسهم تتحرك في أنماط غير عشوائية للمتنبئ بها؟

في عام ١٩٦٥م، أظهر بول ساميلسـون بروفيسـور معهد ماساشوسـتس، أن العشوائية في أسـعار الأوراق الماليـة لم تتعارض مع قوانين العرض والطلـب[٤]. في الحقيقة، مثل هذه العشوائية هي نتيجة سوق حر وفعال فيه دمج المستثمرين لكل العوامل المعروفة المؤثرة على سعر الأسهم. هذا هو أساس فرضية كفاءة السوق.

إذا كان السوق كفؤ، فإن الأسعار سوف تتغير فقط عندما تصدر معلومات جديدة وغير متوقعة للسـوق. منذ أن كانت المعلومات غير المتوقعة من المرجح أن تكون أحسـن من المتوقع، أكثر من أن تكون أسوأ من المتوقع، فإن نتيجة التحركات في أسعار الأسهم عشوائياً والرسوم البيانية للأسعار، سوف تشبه بالتالي سيراً عشوائياً ولا يمكن التنبؤ بها[٥].

محاكاة أسعار الأسهم العشوائية:

إذا كانت حقاً أسعار الأسهم عشوائية، فلا يجب أن تكون تحركاتها مميزة عن المحاكاة المتولدة بعشوائية بواسطة الحاسب الآلي. يدعم الشكل (٢٠-١) التجربة التي تخيلها البروفيسور روبرتس قبل ٦٠ عاماً، بدلاً من توليد أسعار نهائية. لقد برمج الحاسب الآلي لتوليد أسعار خلال اليوم، وإنشاء رسوم بيانية مألوفة لارتفاع منخفض عن قرب، والتي توجد في معظم الصحف وكتيبات الرسوم البيانية.

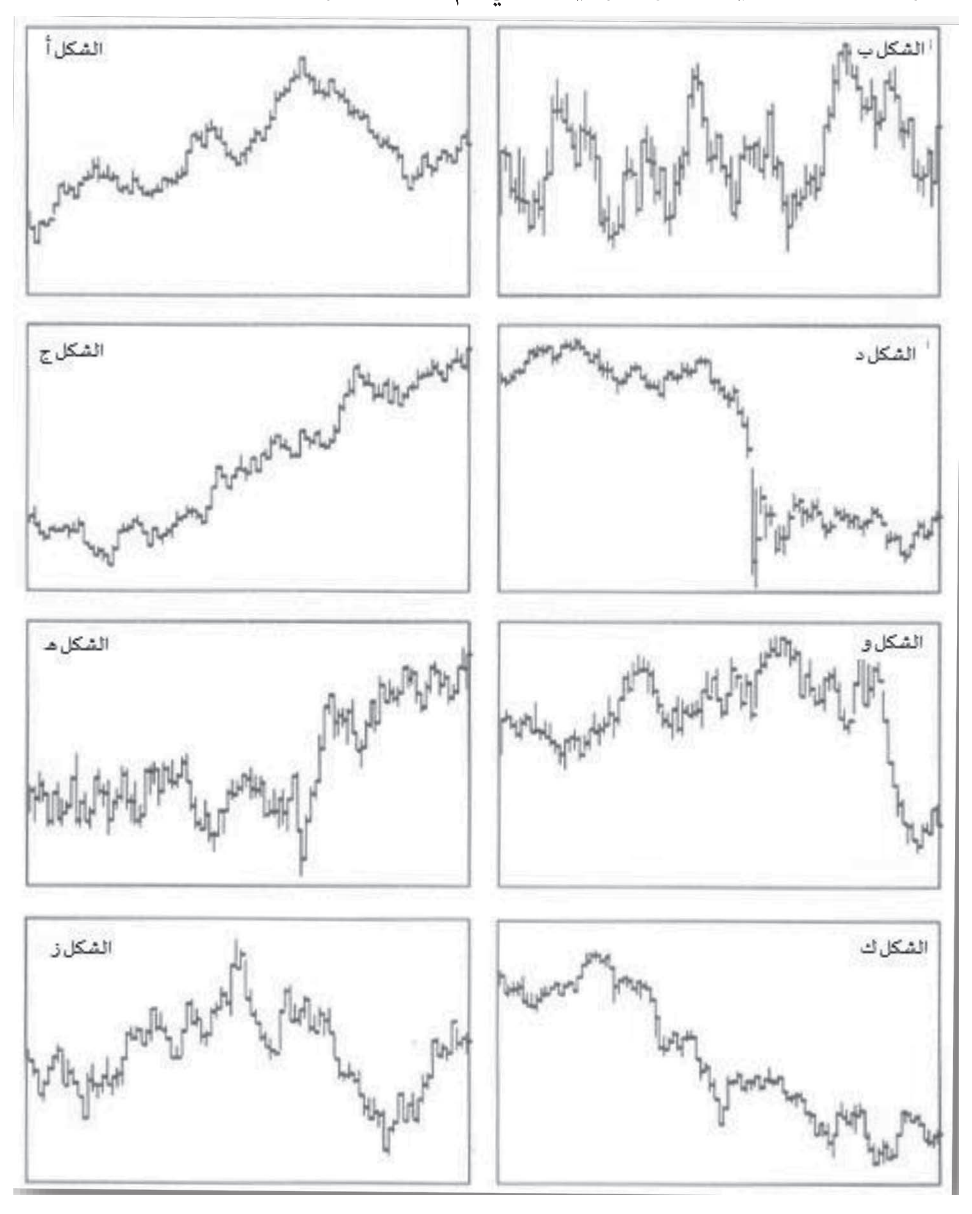
هناك ثمانية رسوم بيانية في الشكل (٢٠-١). تم توليد أربعة بواسطة مولد رقم عشوائي. في هذه الرسوم البيانية ليس هناك حتماً طريقة للتنبؤ بالمستقبل من الماضي؛ لأن خطوات المستقبل صممت لتكون مستقلة تماماً عن الماضي. تم اختيار الرسومات الأربعة البيانية الأخرى من بيانات حقيقية لمؤشر داو جونز الصناعي. قبل قراءة القادم، حاول أن تحدد أي أربعة هي أسعار تاريخية فعلية وأيها ولَّدها الحاسب الآلي.

تكون مثل هذه المهمة صعبة إلى حدٍ ما. في الحقيقة، يجد معظم كبار السماسرة في الشركة الرائدة في وول ستريت ذلك ممكناً، في أن يعرفوا الفرق بين البيانات الحقيقية والمزيفة. تمكّن ثلثا الوسطاء من تحديد الصورة (٢٠- ا د) بشكل صحيح، والتي تصور الفترة حول ١٩ أكتوبر ١٩٨٧م، تحطم الأسهم. بالنسبة للسبعة رسوم البيانية الباقية، لم يظهر الوسطاء أي قدرة على التمييز بين البيانات الحقيقية والتي ولدها الحاسب الآلي. تمثلت الأسعار التاريخية الحقيقية في الرسوم البيانية: ب، د، هـ ك، في حين أن التي ولَّدها الحاسب الآلي هي الرسوم البيانية: أ، ج، و، ز[٦].

اتجاهات الأسواق وتراجعات الأسعار:

على الرغم من حقيقة أن العديد من الاتجاهات هو نتيجة حركة عشوائية تامة لأسعار الأسهم، فلن يستثمر العديد من التجار ضد الاتجاه الذي يعتقدون أنهم حددوه. اثنان من أكثر المقولات المعروفة لضابطي توقيت السوق هما: اجعل الاتجاه السائد صديقك، وثق بالتوجه. صرح مارتن زويج بقوة، ضابط توقيت معروف للسوق: استخدم متغيرات أساسية وتقنية للتنبؤ باتجاهات السوق. لا يمكنني تعظيم أهمية البقاء مع اتجاه السوق، البقاء مجهز مع الشريط، وعدم محاربة التحركات الأساسية. محاربة شريط الأسعار

هو دعوة مفتوحــة لكارثة[٧]. عندما بدأ الاتجاه وتم إنشــاؤه، رســم التحليل الفني قنوات تتكون من حدود عليا وسفلى متوازية، والتي تم تداول السوق من خلالها.



الشكل (٢٠-١) مؤشر الأسهم الحقيقي ومخرجات المحاكاة

يطلق على الحد السفلي للقناة اسم: مستوى الدعم، ويطلق على الحد العلوي: مستوى المقاومة. عندما تكسر السوق حدود القناة، غالباً ما يتبع ذلك حركة سوق كبيرة.

الحقيقــة المطلقة أن العديد مــن المتاجرين يصدقون بأهمية الاتجاهات الســائدة في تحفيز الســلوك، الذي يجعل متابعة الاتجاه شــعبياً جداً. بينما يكــون التوجه قائماً، يبيع التجار عندما تصل الأســعار للحد الأعلى من القناة، ويشــترون عندما تصل للحد الأســفل، محاولةً للاســتفادة من التقلبات الواضحة لأسعار الأسهم داخل القناة. إذا تم اختراق خط التوجه، ســوف ترجع معظم مواقع هؤلاء التجار، ويشترون عندما يخترق السوق قمة خط التوجه، أو يبيعون عندما يهبط خلال القاع. كثيراً ما يسرع هذا التصرف من حركة أســعار الأسهم، ويعزز من أهمية الاتجاه السائد.

تقوم أيضــاً عقود الاختيار المالية التي تتاجر بواســطة متابعي الاتجاه، بتعزيز ســلوك مؤقت الســوق. عندما يتاجر السوق خلال القناة، سوف يبيع التجار عقود الاختيار المالية عند أســعار صادمة تمثل الحدود العليا والســفلى للقناة. طالما يظل الســوق داخل القناة، يجمع هؤلاء المضاربون العلاوات مثل تلك العقود التي تنتهي بلا قيمة.

إذا اخترقت الســوق نطاق التــداول، يتعرض بائعو الخيــارات إلى مخاطر كبيرة. تذكر أن بائعي عقود الخيارات (طالما لا يمتلكون الأســهم الأساســية)، يواجهــون التزامات كبيرة محتملة، الالتزامات التي قد تكون عدة أضعاف من العلاوة التي جمعوها عند بيع العقود. عندما تقع تلك الخســارة الغير محدودة، يقوم كتــاب العقود هؤلاء «باللجوء إلى تغطية»، أو يقومون بشراء عقودهم مرة أخرى، مما يُعجل من حركة الأسعار.

المتوسطات المتحركة:

لا تتطلــب التجارة الفنية الناجحــة تحديد الاتجاه فقط، ولكن الأكثر أهمية هو تحديد متى ســيتراجع الاتجاه، وهي أداة شــائعة لتحديد متى قد يتغير التوجه الســائد في فحص العلاقة بين الســعر الحالي، والمتوســط المتحرك لآخر حركة أســعار، وهو أســلوب يعود إلى الثلاثينيات على أقل تقدير[٨].

المتوســط المتحرك هو ببساطة متوسط حســابي لعدد معين من أسعار الإغلاق السابقة لســهم أو لمؤشر. بالنسبة لكل يوم تداول جديد، يتم إسقاط السعر الأقدم وإضافة أحدث سعر لحساب المتوسط.

المتوسطات المتحركة أقل تطايراً بكثير من الأسعار اليومية. عندما ترتفع الأسعار اليومية، يكون المتوسط المتحرك أقل من سعر السوق، وكما يدعي المحللون الفنيون، ويشكل مستوى داعماً لأســعار الأســهم. عندما تنخفض الأسعار، يكون متوســط المتحرك أعلى من الأسعار الحالية ويشكل مستوى مقاوماً.

تدعي التحليلات أن المتوســط المتحرك يســمح للمســتثمرين بتحديد الاتجاه الأساسي للســوق، بدون أن يتم تشــتيتهم عن طريق التقلب اليومي للسوق. عندما تخترق الأسعار المتوســط المتحرك، يشــير هذا إلى أن قوى أساسية قوية تعطي إشــارة على تغير في الاتجاه الأساسي.

تســتخدم أكثر المتوسطات المتحركة شيوعاً الأســعار في خلال الـ ٢٠٠ يوم السابقين من التداول؛ ولهذا يطلق عليه: معدل تحرك الـ ٢٠٠ يوم. فقد يتم اســتهدافه بشــكل متكرر في الأخبار وخطابات الاســتثمار على أنه المحدد الرئيسي لاتجاهات الاســتثمار. كان ويليام جوردن واحداً من أوائل المؤيدين لهذه الإســتراتيجية، والذي أشــار إلى أنه خلال الفترة من ١٨٩٧م إلى ١٩٦٧م، كان الطلب على شراء الأسهم نتيجة لاختراق مؤشر داو للمؤشر المتحرك بحوالي ســبعة أضعاف العائد مقارنةً بمستوى الطلب والشراء للأسهم عندما كان مؤشر داو أقل من المتوســط [٩]. ولقد ادعى روبرت جولبي وطوماس ميرز، أن أفضل فترة للمتوســط المتحرك للبيانات الأســبوعية بالنسبة للولايات المتحدة هو ٤٥ أسبوعاً، وهو أطول قليلاً من المتوسط المتحرك للـ ٢٠٠ يوم[١٠].

اختبار إستراتيجية المتوسط المتحرك لمؤشر داو جونز:

لكي يتم اختبار إســتراتيجية المتوســط المتحرك في ٢٠٠ يوم، فقد قمت بفحص الســجل اليومي لمؤشر داو جونز الصناعي منذ ١٨٨٥م إلى الوقت الحالي. وبالتعارض مع الدراسات الســابقة حول إستراتيجيات المتوســط المتحرك، تشــتمل عائدات فترة التوقف على إعادة

استثمار الأرباح، عندما تطالب الإستراتيجية بالاستثمار في السوق، وتدعو إلى الاستثمار في الأوراق المالية ذات الفائدة عندما لا تكون إحداها كذلك. يتم اختبار العائدات السنوية خلال الفترة كلها بالإضافة إلى الفترات الفرعية.

ولقد اتبعتُ المعيار التالي لتحديد إستراتيجية البيع والشراء: متى أغلق متوسط داو جونز الصناعي على زيادة ١٪ على الأقل عن المتوسط المتحرك للـ ٢٠٠ يوم (ليس من ضمنها اليوم الحالي)؛ يتم شراء الأسهم عن أسعار إغلاق اليوم الحالي؛ وكلما أغلقت داو الصناعية على انخفاض ١٪ على الأقل عن المتوسط المتحرك للـ ٢٠٠ يوم على الأقل، يتم بيع الأسهم عند أسعار الإغلاق. عند بيعها، تم استثمار المحفظة الاستثمارية في أذونات الخزانة.

يوجد ناحيتان يستدعيان الملاحظة في هذه الإستراتيجية. يتم استخدام نسبة الواحد بالمئة التي تدور حول متوسط الـ ٢٠٠ يوم المتحرك، من أجل التقليل من عدد المرات التي يكون على المستثمر فيها أن يتحرك داخل وخارج السوق. كلما كان النطاق أصغر، كلما زاد عدد مرات البيع والشراء[١١]. قد يتسبب النطاق الصغير للغاية في أن يجعل المتاجرين متقلبين، وهو مصطلح يستعمل لوصف الشراء المتعاقب، ومن ثم بيع الأسهم في محاولة لضرب السوق. يقلل التقلب من عوائد المستثمر بشكل مثير بسبب الزيادة الكبيرة في تكاليف المعاملات.

تفترض الناحية الأخرى لتلك الإستراتيجية أن المستثمر يشتري أو يبيع الأسهم عند سعر الإغلاق، بدلاً من فعل ذلك أثناء يوم التداول. فقط في السنوات الأخيرة، تم حساب المستوى خلال اليوم بشكل دقيق للمؤشرات الشائعة. باستخدام البيانات التاريخية، من المستحيل تحديد المرات التي اخترق فيها السوق متوسط التحرك للـ ٢٠٠ يوم أثناء اليوم. وبتحديد أن المتوسط يجب أن يغلق فوق أو تحت متوسط المائتي إغلاق السابقين، فأنا أقدم نظرية قد تكون نفذت بالممارسة خلال الفترة الزمنية كلها[١٢].

اختبار المتوسط المتحرك للـ ٢٠٠ يوم بأثر رجعي:

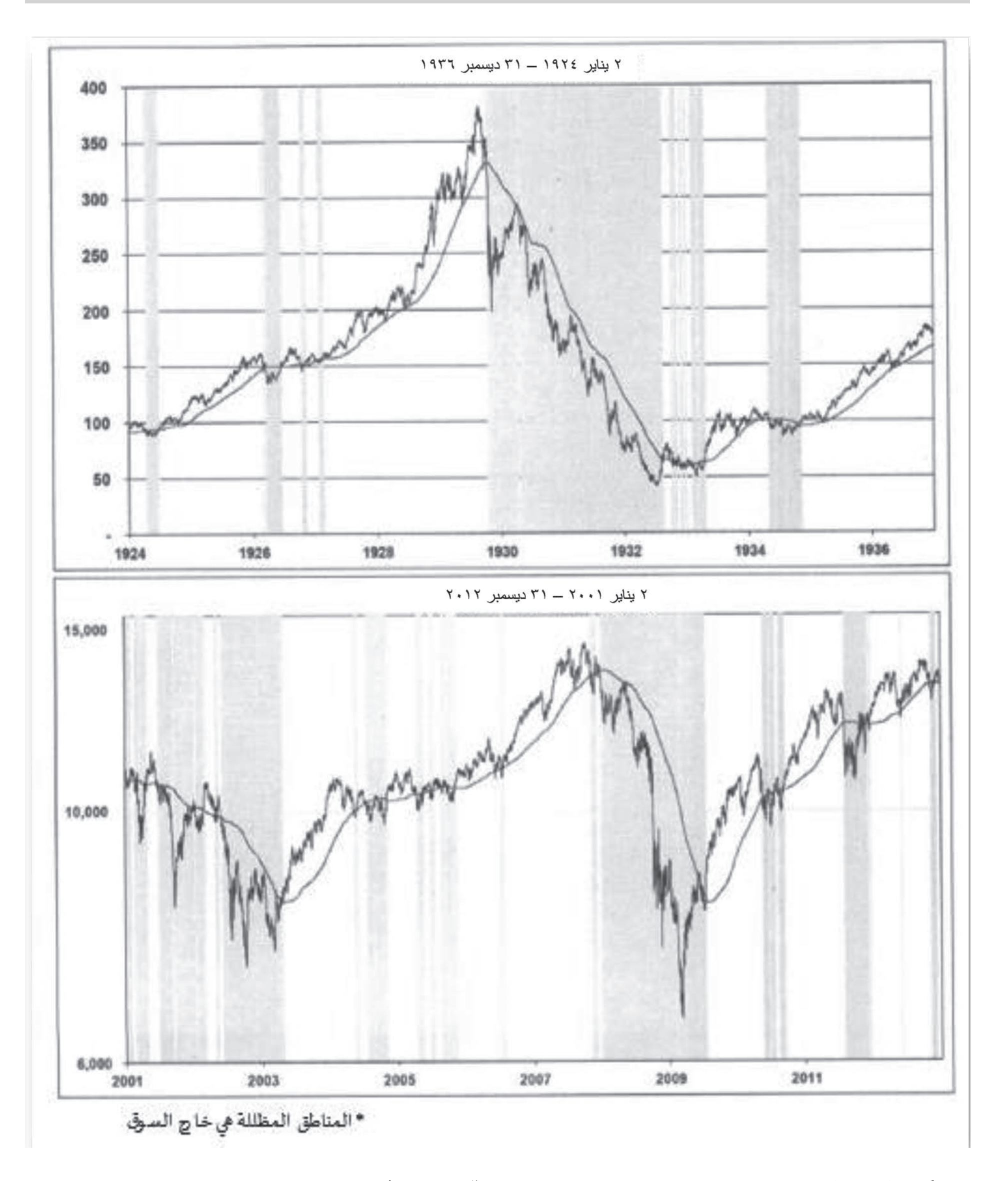
يوضح الشكل (٢٠-٢) المتوسطات المتحركة اليومية وللـ ٢٠٠ يوم لمؤشر داو جونز الصناعية أثناء فترتي اختيار: من ١٩٢٤م حتى ١٩٣٦م ومن ٢٠٠١م حتى ٢٠١٢م.

وتم تظليل الفترات الزمنية التي كان فيها المســتثمرون خارج ســوق الأسهم (وفي السندات قصيرة المدى). فيما عدا ذلك، استثمر المستثمرون بشكل كامل في الأسهم.

ويتم تلخيص العوائد من إســتراتيجية المتوسط المتحرك للـ ٢٠٠ يوم، وإستراتيجية «اشترِ وانتظر»، أثناء الفترة الكلية في الجدول (٢٠-١). من يناير ١٨٨٦م مروراً بديســمبر ٢٠١٢م، وصل العائد السنوي بنسبة ٩,٧٣٪ من الإستراتيجية الزمنية، ذلك العائد السنوي على نظرية الانتظار ذات الـ ٩,٣٩ ٪. وكما لوحظ سابقاً، حظيت إستراتيجية التوقيت على النجاح الأكبر بتجنبها الانهيار في ١٩٢٩م - ١٩٣٢م، إذا تم استثناء تلك الفترة.

الجدول (٢٠-١) العوائد السنوية لإستراتيجية التوقيت وإستراتيجية الاحتفاظ (١٨٨٦م - ٢٠١٢م)

	إستراتيجية الاحتفاظ		إستراتيجية التوقيت					
			بدون تكاليف المعاملات		صافي تكاليف المعاملات		النسبة في السوق	عدد التحولات
الفترة	العائد	الخطر	العائد	الخطر	العائد	الخطر		
١٨٨٦ - ٢٠١٢	٩,٣٩٪	٢١,٤٪	٩,٧٣٪	١٦,٥٪	٨,١١٪	١٧,٢٪	٦٢,٤٪	٣٧٦
الفترات الفرعية								
١٨٨٦ - ١٩٢٥	٩,٠٨٪	٢٣,٧٪	٩,٧٧٪	١٧,٧٪	٨,١٠٪	١٨,٠٪	٥٦,٦٪	١٢٢
١٩٢٦ - ١٩٤٥	٦,٢٥٪	٣١,٠٪	١١,١٣٪	٢١,٨٪	٩,٤٧٪	٢٢,٧٪	٦٢,٢٪	٦٠
١٩٤٦ - ٢٠١٢	١٠,٥٣٪	١٦,٢٪	٩,٢٨٪	١٤,١٪	٧,٧١٪	١٥,٠٪	٦٦,٥٪	١٩٤
١٩٩٠ - ٢٠١٢	٩,٥٧٪	١٥,٧٪	٤,٩٢٪	١٥,٦٪	٢,٦٦٪	١٦,٨٪	٧٠,١٪	١٠٠
٢٠٠١ - ٢٠١٢	٤,٠٧٪	١٦,٤٪	١,٣٣٪	١٢,٣٪	-١,٠٩٪	١٣,٢٪	٦٠,٥٪	٥٨
غير شامل الانهيار خلال ١٩٢٩ - ١٩٣٢								
١٨٨٦ - ٢٠١٢	١٠,٦٠٪	٢٠,١٪	٩,٩٢٪	١٦,٣٪	٨,٣٨٪	١٦,٩٪	٦٣,٦٪	٣٥٨
١٩٢٦ - ١٩٤٥	١٣,٩٤٪	٢٤,٥٪	١٢,٣٨٪	٢٠,٣٪	١١,٢١٪	٢٠,٨٪	٧٠,٨٪	٤٢



الشكل (٢٠-٢) مؤشر داو جونز الصناعي وإستراتيجية المتوسط المتحرك لـ ٢٠٠يوم، ٢ يناير ١٩٢٤م - ٣١ ديسمبر ١٩٣٦م

عائدات إســتراتيجية التوقيت هي ٦٨ نقطة أساسية في السنة وراء إستراتيجية الانتظار، على الرغم من أن إستراتيجية التوقيت لها مخاطر أقل.

عــلاوة على ذلك، تــم إدراج تكاليف المعاملات الخاصة بتنفيذ إســتراتيجية التوقيت في الحسابات، العائد السنوي المتوقع خلال الفترة الكلية، بما فيها فترة الانهيار الكبير ١٩٢٩م - ١٩٣٢م، أكثر من أن تختفي. تتضمن تكاليف المعاملات نفقات السمسرة وانتشارات طلب العرض، بالإضافة إلى ضريبة أرباح رأس المال عند بيع الأسهم، ومن المفترض أن تكون حوالي نصــف بالمئة عند الشراء أو البيع بالســوق. قد يسيء هــذا الرقم من تقدير تلك النفقات، خاصة في السنوات المبكرة، ولكن غالباً ما يُبالَغ في تلك النفقات في السنوات الأخيرة.

المظاهــر خادعة. عند فحــص العائدات من ٢٠٠١ فصاعداً في الشــكل (٢٠-٢)، يبدو وكأن عائدات إســتراتيجية التوقيت تغرق إســتراتيجية «اشــترِ وانتظر». ولكن ليس الحال كذلك، حيث تتجاوز إستراتيجية «اشترِ وانتظر» في الفترة من ٢٠٠١م إلى ٢٠١٢م إستراتيجية التوقيت بأكثر من ٢٪ نقطة ســنوياً، حتى قبل حدوث إســتراتيجية التوقيت عندما لا تكون الأســواق في توجه قوي للأعلى أو للأسفل. ولقد عبرت السوق متوسط متحرك للـ ٢٠٠ يوم عدة مرات، مسببةً تكاليف كبيرة.

على الرغم من أن عائدات إستراتيجية التوقيت غالباً ما تقع خلف تلك الخاصة بمستثمر الشراء والانتظار، يكون الربح الرئيسي من إستراتيجية التوقيت ناتجة من الأسهم قبل نهاية كل ســوق رئيســية هابطة، حيث إن مؤقت السوق يكون في الأسواق أقل من ثلثي الوقت، ويتم تقليل الانحراف المعياري للعائدات بحوالي الربع عن عائدات مستثمر الشراء والانتظار. ويعني هذا أنه على أســاس سنوي معدل للمخاطرة، لا تزال العائدات على متوسط الـ٢٠٠ يوم المتحرك مؤثراً، حتى عندما يتم إدراج تكاليف المعاملات.

تجنب الأسواق الرئيسية الهابطة:

لقــد لاحظتُ أنه خلال تاريخ ١٢٦ عاماً لمؤشر داو جونز الصناعي، حظيت إســتراتيجية المتوســط المتحرك للـ ٢٠٠ يوم بأعظم انتصاراتها خلال فترة الشــؤم والانهيار بالعشرينيات وأوائل الثلاثينيات. وباســتخدام المقيــاس المذكور أعلاه، كان المســتثمرون يقومون بشراء الأســهم في ٢٧ يونيو ١٩٢٤م عندما كانت داو جونز عند ٩٥,٣٣. وبسبب توقفين صغيرين، قامــوا بقيادة الســوق الصاعــدة إلى القمة عنــد ٣٨١,١٧ في ٣ ســبتمبر ١٩٢٩م. كان لابد للمستثمرين أن يخرجوا من السوق في ١٩ أكتوبر ١٩٢٩م عند ٣٢٣,٨٧، قبل الانهيار الكبير

بعشرة أيام فقط. باســتثناء فترة قصيرة في ١٩٣٠م، كانت الإســتراتيجية ستُبقي المستثمرين خارج البورصة خلال فترة أسوأ سوق هابطة في التاريخ، وكانوا سيدخلون السوق مرة أخرى في النهاية في ٦ أغســطس ١٩٣٢م عندما كان مؤشر داو عند ٦٦,٥٦، أعلى بمقدار ٢٥ نقطة فقط عن انخفاضها الأكبر.

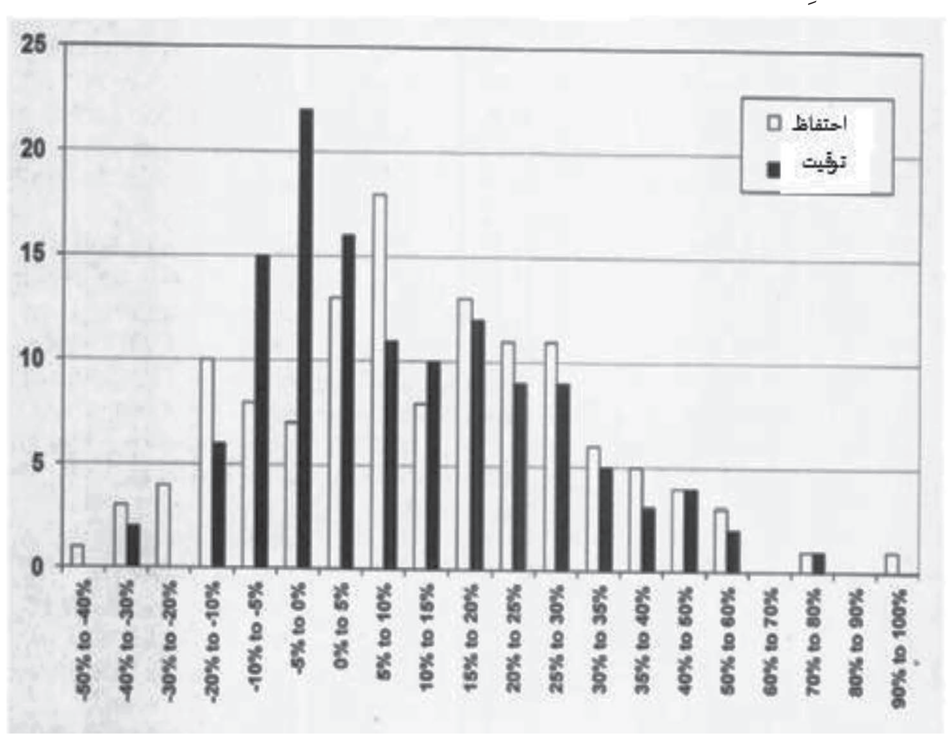
وكان مستثمرو إستراتيجية المتوسط المتحرك للـ ٢٠٠ يوم التالية، سيتجنبون أيضاً انهيار ١٩ أكتوبر ١٩٨٧م، بائعين عند ســعر الإغلاق للجمعة الســابقة ١٦ أكتوبر. ومع ذلك، وبما يتعــارض مع انهيار ١٩٢٩م، لم تســتمر الأســهم في الانخفاض. على الرغم من أن الســوق هبطت بنســبة ٢٣ ٪ في ١٩ أكتوبر، إلا أن المســتثمرين لم يكونوا ليدخلوا السوق مرة ثانية حتى يونيو التالي، عندما كان مؤشر داو أقل من مســتوى الخروج في ١٦ أكتوبر بنســبة ٥٪ فقط. ومع ذلك، كان اتباع إستراتيجية متوسط تحرك الـ ٢٠٠ يوم سيتلافى الأيام الكارثية في ٢٠ و١٩ أكتوبر، بالنسبة للكثير من المستثمرين الذين يمتلكون أسهماً.

علاوة على ذلك، تلافى المستثمرون الذين يستخدمون متوسط متحرك لـ ٢٠٠ يوم أغلب الســوق الهابطة الرهيبة في ٢٠٠٧م و٢٠٠٩م، حيث خرج مســتثمرو التوقيت من البورصة في ٢ يناير ٢٠٠٨م، عندما كان داو الصناعية عند ١٣,٠٤٤ أقل من ذروتها في أكتوبر ٢٠٠٧م بنسبة ٨٪، ولم يدخلوا السوق مرة أخرى حتى ١٥ يوليو ٢٠٠٩م، عندما كان مؤشر داو عند ٨,٦١٦، بنحو ٤٠ ٪ أقل. ولكن في ٢٠١٠،٢٠١١،٢٠١٢م، خسر هؤلاء المســتثمرون بســبب التنقــل داخل وخارج البورصة ٢٠ مرة، والذي تســبب في قــص حوالي ٢٠٪ من نقاط أرباح المستثمرين قبل تكاليف المعاملات.

توزيع المكاسب والخسائر:

تتلافى إستراتيجية المتوسط المتحرك لـ ٢٠٠ يوم الخسائر الكبيرة، ولكنها تعاني من الكثير من الانخفاضات الصغيرة. ويوضح الشــكل (٢٠-٣) توزيع المكاسب والأرباح السنوية (بعد خصــم تكاليف المعاملات) لإســتراتيجية التوقيت والانتظار بالنســبة لــداو الصناعية لكل ســنة منذ ١٨٨٦م وحتى ٢٠١٢م. يشارك مســتخدم إستراتيجية التوقيت في أغلب الأسواق الصاعدة ويتجنب الأســواق الهابطة. ولكن تكون الخســائر المكبــدة كبيرة، عندما يتقلب السوق مع اتجاه سائد قليل.

يتشابه توزيع المكاسب والخسائر إلى حدٍ ما مع ذلك الخاص بمستثمر الشراء والانتظار، الذي اشترى عقود خيار بيع المؤشر للوقاية من انخفاضات السوق. وكما ذكر في الفصل (١٨)، يكون شراء عقود خيار بيع المؤشرات مكافئاً لشراء بوليصة تأمين في السوق. إذا لم يتم إدراك أي خسائر، تستنزف تكاليف العقود العائدات. بالمثل، تتضمن إستراتيجية التوقيت على عدد كبير من الخسائر الضئيلة التي تنتج عن التحرك داخل وخارج السوق. لذلك؛ يكون العائد السنوي النموذجي لإستراتيجية التوقيت يتراوح بين صفر إلى (-٥٪)، في حين يكون العائد النموذجي لمستثمر الشراء والانتظار أكثر من ٥٪ إلى ١٠٪. حدث أكثر عائد سنوي سالب من إستراتيجية التوقيت في عام ٢٠٠، عندما اضطر المستثمرون إلى عمل ١٦ نقلة وعانوا من عائدٍ سلبي يتجاوز ٣٣ ٪، أقل كثيراً من العائد سالب ٥ الذي حققه مستثمر: اشترِ وانتظر.



الشكل (٢٠-٣) توزيع المكاسب والخسائر السنوية: مؤشر داو جونز الصناعي: إستراتيجية التوقيت مقابل إستراتيجية الشراء والاحتفاظ

زخم الاستثمار:

يمكن اســتخدام التحليلات الفنية أيضاً لشراء الأســهم المنفــردة. يطلق علماء الاقتصاد الأكاديميين على هذا اســم: زخم الاستثمار بحسب الارتفاع والانخفاض، ولقد تلقى اهتماماً متزايداً. على عكس الإســتراتيجيات الأساســية، تســتند الإســتراتيجيات المرتبطة بالارتفاع والانخفاض بشــكل خالص على العائدات السابقة، بدون النظر إلى الأرباح، المكاسب أو أي مقاييس تقييمية أخرى، حيث يقوم مستثمرو الارتفاع والانخفاض بشراء الأسهم التي ارتفع ســعرها مؤخراً، وبيع الأســهم التي انخفض ســعرها، باستثناء أن الســعر سوف يستمر في التحرك بنفس الاتجاه في المرة الواحدة.

بينما يبدو ذلك شــاذاً بالنســبة للاعتقاد القديم حول «شراء المنخفــض وبيع المرتفع»، يوجد بحث جوهري يســاند إســتراتيجية «الشراء مرتفع والبيع أكــثر ارتفاعاً». في ١٩٩٣م، اكتشــف نارازيمهان جيجاديش وشيردان تيتمان أن الأسهم ذات العائدات أكثر من ١٠ ٪ في الستة شهور الماضية، تفوقت على الأسهم ذات العائدات الأقل ١٠٪، بحوالي ١٪ لكل شهر في خلال الستة أشهر التالية[١٣،١٤]. ولقد اتضح أن الإستراتيجيات الأخرى مثل: شراء الأسهم ذات السعر القريب من ارتفاعهم خلال ٥٢ اسبوعاً، ناجحة أيضاً[١٥].

يجب التركيز على أن تلك الإستراتيجيات المعتمدة على الارتفاع والانخفاض، والتي تعمل فقط على المدى القصير، ولا يجب أن تكون جزءاً من إســتراتيجية طويلة المدى. في دراســة جيجديش وتيتمان، فقدت أكثر من نصف العائدات المتوقعة التي نشــأت في أول ١٢ شهراً خــلال العامين التاليــين. خلال الفترات الأطول، اســتبعدت مميزات شراء الأســهم الرابحة بالكامل. في الواقع، توصلت دراسة سابقة لويرنر دي بوندت وريتشارد ثيلير إلى أن الأسهم الضعيفة خلال الثلاث ســنوات الســابقة لفترة خمسة أعوام، تفوقت على تلك الأسهم التي كانت جيدة في خلال الثلاث - الخمس ســنوات التالية، مما يســاوي انقلاباً عاماً في عائدات الأسهم على المدى الأطول[١٦].

لا يمكن تفســير نجاح الاســتثمار بحســب الصعود والهبوط من خلال إطار سوقي كافٍ. يبدو أن المســتثمرين يســيئون التــصرف في البداية تجــاه المعلومات، الأمر الذي يتســبب في اســتمرار ســعر الســهم في الاســتجابة للأخبار بمرور الوقــت، بدلاً مــن التكيف الفوري

مع المعلومة الجديدة. لسـوء الحظ، لا يضمن الاسـتثمار بحس الصعـود والهبوط النجاح. يقترح الدليل الحديث أنه بينما يحقق المسـتثمرون المحترفون العائدات المتوقعة عن طريق إستراتيجية صعود وهبوط، يميل المستثمرون الفرديون لسوء الأداء في السوق. قد يكون هذا بسبب أن المستثمرين الأفراد غالباً يركزون على الأسهم المتفوقة جداً، والتي تميل إلى أن تصبح مُبالَغاً في سـعرها بسرعة وتسـبب عائدات ضعيفة، في حين أن الأسهم الجيدة التي لا تصعد لقمة القائمة ويتم بيعها بواسطة المحترفين، تميل لأن تحظى بأفضل عائدات الزخم[١٧].

الخاتمة:

يدعـي المؤيدون إلى أن التحليلات الفنية يمكنها تحديد الاتجاهات الرئيسـية للسـوق، وتحديد متى سـتتراجع تلـك الاتجاهات. ولكن لازال يوجد جـدل لا بأس به حول وجود تلك الاتجاهات بالفعل، أو إنها مجرد دورات من العائدات الجيدة والسـيئة التي تنتج عن الحركات العشوائية للسعر.

ولقـد كان بورتن مالكيل واضحاً إلى حدٍ ما في اسـتنكار التحليلات الفنية، حيث جاء في كتابه الأكثر مبيعاً «سير عشوائي في وول ستريت» قوله:

> «لقد تم اختبار القواعد الفنية حتى الإرهاق باسـتخدام بيانات أسـعار الأسـهم في كل مـن التغيرات الرئيسـية، العـودة للوراء حتـى بداية القرن العشرين. تكشف النتائج بشكل نهائي أن الحركات السابقة في أسعار الأسهم لا يمكن أن تتنبأ بالحركات المسـتقبلية. ليس لسوق الأسهم ذاكرة، حيث إن المسـألة المركزية للتخطيط خاطئة للغاية، وإن المسـتثمرين الذين يتبعون مبادئها لن يحققوا شـيئاً سـوى الزيادة الضرورية لتكاليف السـمسرة التي يدفعونها»[١٨].

ولكـن رغـم دعم ذلك الادعاء بالإجـماع تقريباً من قِبل الاقتصاديـين الأكاديميين، فإنه يتصدع، حيث أوضح بحث الاقتصاد الإحصائي أن قواعد التجارة البسـيطة، مثل: متوسـط متحرك لـ ٢٠٠ يوم أو الهبوط والصعود للسعر على المدى القصير، يمكن استخدامه لتحسين العائدات[١٩].

برغم الجدال الأكاديمي الجاري، تمتلك التحليلات الفنية عدداً كبيراً من متابعيها في وول ستريت ومن الكثير من المستثمرين الأذكياء. تقدم التحليلات في هذا الفصل إيماءة حذِرة نحو تلك الإستراتيجيات، طالما أن تكاليف المعاملات ليست مرتفعة. ولكن كما ذكرت طوال هذا الكتاب: أفعال المستثمرين للاستفادة من الماضي قد تغير العائدات في المستقبل. فقد صرح بينيامين جراهام منذ أكثر من سبعين عاماً:

> «سوف تبين أفكار اللحظة أنه لا يمكن أن يوجد شيء من التنبؤ العلمي بالأحداث الاقتصادية تحت التحكم البشري، حيث ستتسبب الاعتمادية الشديدة لتلك التنبؤات في إفساد أفعال البشرية. من ثم، يعترف علماء التخطيط المفكرون أن النجاح المستمر يعتمد على إبقاء الطريقة الناجحة معروفة فقط للقليل من الأشخاص»[٢٠].

كلمة أخيرة: تتطلب التحليلات الفنية الاهتمام الكامل من المستثمر. في ١٦ أكتوبر عام ١٩٨٧م، هبطت مؤشرات داو عن متوسط متحرك الـ ٢٠٠ يوم الخاص بها عند نهاية التداول في يوم الجمعة قبل الانهيار. ولكن إذا فشلتَ في بيع أسهمك في ذلك المساء، فلا بد وأنك انجرفت للأسفل بكابوس يقدر بحوالي ٢٢ ٪ ليوم الاثنين الأسود.

الهوامش:

1. Benjamin Graham and David Dodd, Security Analysis, New York: McGraw-Hill, 1934, p. 618.
2. Martin Pring, Technical Analysis Explained, 3rd ed., New York: McGraw-Hill, 1991, p. 31. Also see David Glickstein and Rolf Wubbels, "Dow Theory Is Alive and Well!," Journal of Portfolio Management, April 1983, pp. 28-32.
3. Journal of the American Statistical Association, vol. 20 (June 1925), p. 248. Comments made at the Aldine Club in New York on April 17, 1925.
4. Paul Samuelson, "Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly," Industrial Management Review, vol. 6 (1965), p. 49.
5. More generally, the sum of the product of each possible price change times the probability of its occurrence is zero. This is called a martingale, of which a random walk (50 percent probability up, 50 percent probability down) is a special case.
6. Figure 20-18 covers February 15 to July 1, 1991; Figure 20-1E covers January 15 to June 1, 1992; and Figure 20-1H covers June 15 to November 1, 1990.
7. Martin Zweig, Winning on Wall Street, New York: Warner Books, 1990, p. 121.
8. See William Brock, Josef Lakonishok, and Blake LeBaron, "Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns," Journal of Finance, vol. 47, no. 5 (December 1992), pp. 1731-1764. The first definitive analysis of moving averages comes from a book by H. M. Gartley, Profits in the Stock Market, New York: H. M. Gartley, 1930.
9. William Gordon, The Stock Market Indicators, Palisades, NJ: Investors Press, 1968.
10. Robert W. Colby and Thomas A. Meyers, The Encyclopedia of Technical Market Indicators, Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1988. Notes Notes 399
11. In fact, if stock prices are random walks, the number of buy and sell is inversely proportional to the size of the band.
12. Historically, the daily high and low levels of stock averages were calculated on the basis of the highest or lowest price each stock reached at any time during the day. This is called the theoretical high or low. The actual high is the highest level reached at any given time by the stocks in the average.
13. Narasimhan Jegadeesh and Sheridan Titman, "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency," Journal of Finance, vol. 48, no. 1 (March 1993), pp. 65-91.

14. Moskowitz and Grinblatt have found that much of the success of these strategies is due to the price momentum in industries rather than of individual stocks. See Tobias Moskowitz and Mark Grinblatt, “Do Industries Explain Momentum?,” Journal of Finance, vol. 54, no. 4 (August 1999), pp. 1249-1290.

15. Thomas J. George and Chuan-Yang Hwang, “The 52-Week High and Momentum Investing,” Journal of Finance, vol. 59, no. 5 (October 2004), pp. 2145-2176.

16. Werner F. M. De Bondt and Richard Thaler, “Does the Stock Market Overreact?,” Journal of Finance, vol. 40, no. 3 (July 1985), pp. 793-805.

17. Glenn N. Pettengill, Susan M. Edwards, and Dennis E. Schmitt, “Is Momentum Investing a Viable Strategy for Individual Investors?,” Financial Services Review, vol. 15, no. 3 (2006), pp. 181-197.

18. Burton Malkiel, A Random Walk Down Wall Street, New York: Norton, 1990, p. 133.

19. See William Brock, Josef Lakonishok, and Blake LeBaron, “Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns,” Journal of Finance, vol. 47, no. 5 (December 1992), pp. 1731-1764, and Andrew Lo, Harry Mamaysky, and Jiang Wang, “Foundations of Technical Analysis: Computational Algorithms, Statistical Inference, and Empirical Implementation,” Journal of Finance, vol. 55 (2000),pp 1705-1765.

20. Benjamin Graham and David Dodd, Security Analysis, 2nd ed., New York: McGraw-Hill, 1940, pp. 715-716.

الفصل الحادي والعشرون
انحرافات التقويم

أكتوبر من أخطر الشهور بشكل خاص للمضاربة في الأسهم. والأخرى هي يوليو، يناير، سبتمبر، أبريل، نوفمبر، مايو، مارس، يونيو، ديسمبر، أغسطس، وفبراير.

مارك توين.

يعرف القاموس كلمة انحراف على أنها شيء ما غير متسق مع المتوقع بشكل طبيعي. وما الأكثر شذوذاً من توقع هزيمة السوق عن طريق التنبؤ بأسعار الأسهم، بناءً فقط على اليوم أو الأسبوع أو شهر من السنة؟ ولكن يبدو أنه ممكن. كشف البحث عن وجود أوقات قابلة للتنبؤ تؤدي فيها سوق الأسهم ومجموعات معينة من الأسهم جيداً.

استند التحليل في الطبعة الأولى من كتاب الأسهم على المدى البعيد المنشور في ١٩٩٤م، على سلسة بيانات طويلة تم تحليلها خلال بداية التسعينيات. ولقد دعت انحرافات التقويم المسجلة بتلك الطبعة المستثمرين إلى أن يتفوقوا على السوق، عن طريق اتباع إستراتيجيات بالنسبة لتلك الأحداث التقويمية غير المعتادة. ومع ذلك، وبقدر ما تعلم وتصرف الكثير من المستثمرين نحو تلك الانحرافات، قد تتكيف أسعار الأسهم حتى يتم محو الكثير إذا لم توجد جميع تلك الانحرافات. سيكون ذلك بالتأكيد هو التنبؤ بفرضية السوق الفعالة.

في تلك الطبعة من الأسهم على المدى البعيد، نظرت أيضاً إلى الدليل منذ ١٩٩٤م لتحديد هل استمر الانحراف أم لا. النتائج مدهشة. ضعفت وتراجعت بعض الانحرافات، في حين ظل البعض الآخر قوياً كما كان دائماً. تلك هي الخلاصة.

الانحرافات الموسمية:

أكثر الانحرافات التقويمية التاريخية أهمية هو أن الأسهم الرأسمالية الصغيرة تفوقت بشكل كبير على الأسهم الأكبر في يناير. هذا التأثير قوي جداً لدرجة أنه بدون عائدات يناير، سيكون للأسهم الصغيرة عائدات أقل من الأسهم الكبيرة منذ ١٩٢٥م[١].

سُـمي هذا التفوق للأسـهم الصغيرة في يناير باسـم: تأثير يناير. تم اكتشـافه في بداية الثمانينيات من قِبل دونالد كيم[٢]، استناداً على بحث أجراه كطالب في سنة التخرج في جامعة شـيكاغو. كان هذا هو الاكتشـاف الأكثر أهمية الذي تدفق في وجه فرضية السوق الكفؤ، تلك الفرضية التي زعمت أنه لا يوجد نمط يمكن التنبؤ به في أسعار البورصة.

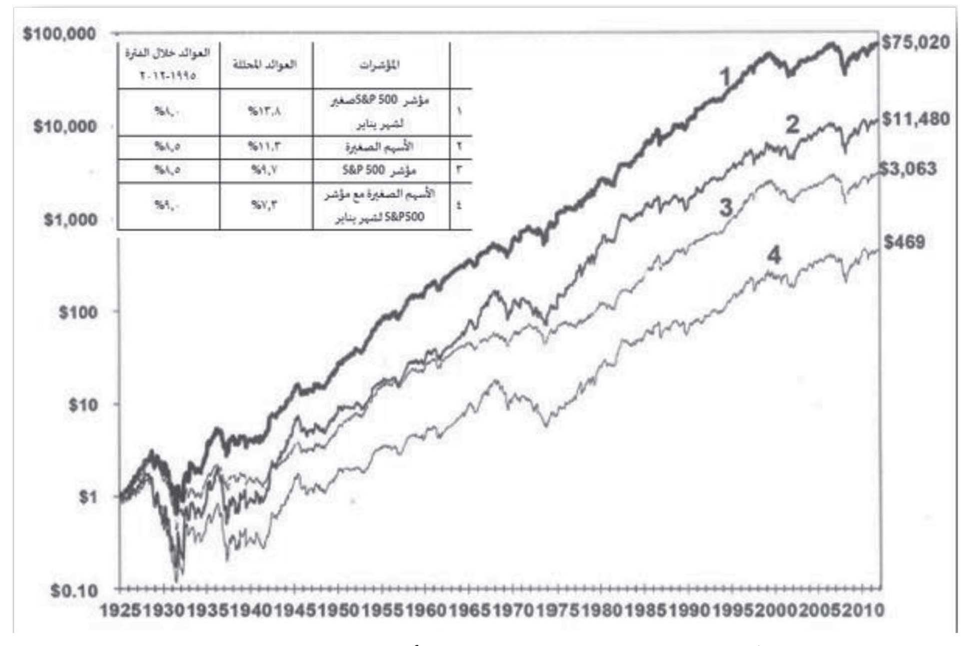
يمكن اعتبار تأثير يناير هو الأصل للانحراف التقويمي، ولكنه ليس الوحيد. تؤدي الأسهم بشـكل جيد في النصف الأول من الشـهر عن النصف الثاني، وقبل الإجازات، وتهبط في شهر سبتمبر. بالإضافة إلى ذلك، فإنها تؤدي جيداً بشكل استثنائي في الفترة بين رأس السنة وعيد الميلاد وحتى وقت قريب جداً. فقد حلقت حتى يوم التداول الأخير من ديسـمبر، وهو في أوقاع اليوم الذي يطلق تأثير يناير.

تأثير يناير:

مـن بين جميع الانحرافات المتعلقـة بالتقويم، كان تأثير يناير هو الأكثر انتشـاراً. من ١٩٢٥م وحتى ٢٠١٢م، كان العائد الحسابي المتوسط لمؤشر S & P 500 في شهر يناير حوالي ١ ٪، في حين وصل متوسـط العوائد على الأسـهم الصغيرة حـوالي ٥,٣٦٪. ويتجاوز العائد المتوقع بقيمة ٤,٣٦ ٪ على الأسهم الصغيرة في يناير، الفرق في العائدات السنوية بين الأسهم الصغيرة والكبيرة. بمعنى آخر، من فبراير وحتى ديسمبر فشل متوسط العائدات على الأسهم الصغيرة في تحقيق المتوقع منه بالنسـبة للعائدات على الأسهم الكبيرة. استناداً إلى التاريخ، الوقت المفيد الوحيد للاحتفاظ بالأسهم هو شهر يناير.

لمعرفـة مـدى أهمية تأثير يناير، انظر إلى الشـكل (٢١)، حيث يوضـح مؤشر العائدات الكلية على الأسهم الكبيرة والصغيرة، حيث تم استبدال عائد يناير على الأسهم الصغيرة بمؤشر S & P 500 في يناير. قد يتزايد الدولار الذي يتم استثماره في الأسهم الصغيرة في عام ١٩٢٦م ليصـل إلى ١١,٤٨٠$ بنهاية عام ٢٠١٢م، في حين سـيتزايد نفس الدولار إلى ٣,٠٦٣$ فقط في الأسـهم الكبيرة. ولكن إذا تم تجاهل عائد الأسـهم الصغيرة في يناير، يصل العائد الكلي على الأسهم الصغيرة إلى ٤٦٩ دولاراً فقط، أقل من سدس العائد المتراكم على الأسهم الكبيرة.

يوضح الشـكل (٢١-١) أيضاً أنه إذا اسـتمرت عائدات الأسـهم الصغيرة في يناير حتى المستقبل، قد تؤدي إلى بعض النتائج الاستثمارية المذهلة.



الشكل (٢١-١) الأسهم الكبيرة والصغيرة، مع وبدون تأثير يناير، خلال الفترة ١٩٢٦م - ٢٠١٢م

مـن خـلال شراء الأسـهم الصغيرة في نهايـة ديسـمبر وتحويلها مرة أخـرى إلى مؤشر S & P 500 في نهاية يناير، سـوف يزداد اسـتثمار بقيمة دولار واحـد في نهاية ١٩٢٥م إلى ٧٥,٠٢٠$ في نهاية ٢٠١٢م، ضارباً المعدل السنوي ١٣,٨ ٪ للعائدات.

كان ذلك لمدة ٢٠ سـنة فقط منذ ١٩٢٥م عندما تفوقت الأسـهم الكبيرة على الأسـهم الصغـيرة في يناير. علاوة على ذلك، عندما لاتتفوق الأسـهم الصغيرة على الأسـهم الكبيرة، لا يكون عادة شيء كبير؛ كان الانخفاض الأسوأ بنسبة ٥,١٪ في يناير ١٩٢٩م. وعلى النقيض، منذ ١٩٢٥م، تجاوزت عائدات الأسهم الصغيرة الأسهم الكبيرة في يناير بما لا يقل عن ٥٪ لمدة ٢٨ عاماً، بمعدل ١٠٪ كل ١٣ سنة على الأقل وبما يزيد عن ٢٠٪ كل سنتين.

ساد تأثير يناير أيضاً خلال أكثر سوق هابطة في تاريخنا. في الفترة من أغسطس ١٩٢٩م وحتـى صيـف ١٩٣٢م، عندما فقدت الأسـهم الصغيرة أكثر من ٩٠ ٪ مـن قيمتها، أعلنت الأسهم الصغيرة عائدات يناير الشهرية المتتالية التي تزيد عن ١٣ ٪، ٢١٪، و١٠ ٪ في ١٩٣٠م، ١٩٣١م، و١٩٣٢م على التوالي.

وهذا يُعد إفادة بقوة تأثير يناير، لدرجة أنه كان بإمكان المستثمرين زيادة ثروتهم بنسبة ٥٠٪ أثناء فترة أكبر انهيار للأسهم في التاريخ، عن طريق شراء الأسهم الصغيرة بنهاية ديسمبر في تلك السنوات الثلاث، وبيعها في نهاية يناير التالي، محولين أموالهم إلى نقد لبقية العام.

من السـمات المذهلة لتأثير يناير أنه لا يكون عليك انتظار شـهر كامل لترى العائدات الكبـيرة من الأسـهم الصغيرة. تبـدأ أغلب عمليات الشراء في الأسـهم الصغيرة في آخر أيام التداول لشـهر ديسـمبر (غالباً بعد الظهر)، حيث يقوم بعض المستثمرين بالتقاط الأسهم المتروكة التي أهملها الأخرون في رأس السـنة. تسـتمر الأرباح القوية على الأسهم الصغيرة حتـى اليوم الأول للتداول في يناير، ومع وجود قوة مخفضة خلال الأسـبوع الأول للتداول. اسـتناداً إلى البحث المنشـور في ١٩٨٩م، ربحت الأسـهم الصغيرة حوالي ٤٪ نقطة أكثر من الأسـهم الكبيرة[٣]، وذلك فقط في اليوم الأول للتداول في يناير. مع منتصف الشـهر، يتلاشى تأثير يناير بشكل كبير.

عندما يوجد أي إنحراف من شاكلة تأثير يناير، من المهم فحص مداه دولياً. عندما اتجه الباحثون للأسواق الأجنبية، وجدوا أن تأثير يناير لم يكن ظاهرة أمريكية فقط. ففي اليابان، ثاني أكبر سـوق عاصمة عالمية، وصلت العائدات المتوقعة على الأسـهم الصغيرة في يناير إلى ٧,٢ ٪ سنوياً، أكثر منها في الولايات المتحدة[٤]. كما سترى بعد ذلك في هذا الفصل، يعتبر يناير هو الشهر الأفضل بالنسبة للأسهم الصغيرة والكبيرة في العديد من دول العالم[٥].

كيف يمكن لظاهرة كهذه أن تظل مهملة طويلاً من قِبل المستثمرين، ومديري المحافظ الاستثمارية، والاقتصاديين الماليين؟ لأنه في الولايات المتحدة، لا تعتبر العائدات في يناير شيئاً خاصاً بالنسـبة للأسـهم الكبيرة التي تشـكل معظم تلك المؤشرات التي يتم تحليلها. هذا لا يعني أن يناير ليس جيداً بالنسـبة للأسـهم الكبيرة، حيث تؤدي الأسهم الكبيرة جيداً إلى حدٍ ما في يناير خاصة في الأسواق الأجنبية. ولكن في الولايات المتحدة، ليس يناير هو الشهر الأفضل على الإطلاق بالنسبة للأسهم الكبيرة.

أسباب تأثير يناير:

لماذا فضل المسـتثمرون الأسـهم الصغيرة في يناير؟ لا أحد يعرف بالتأكيد، ولكن يوجد فرضيات عديدة. بالتعارض مع المؤسسات، امتلك المستثمرون الفرديون كمية غير متجانسة

من الأســهم الصغــيرة، وهؤلاء أكثر حساســية للتبعات الضريبية لتداولها. تخضع الأســهم الصغيرة، خاصة تلك التي انخفضت في الأحد عشر شهراً السابقة، إلى بيع مدفوع بالضرائب في ديسمبر، حيث يضغط هذا البيع على سعر إصدارات الأسهم الصغيرة. تتراجع أسعار تلك الأسهم في يناير بعد انتهاء البيع.

يوجد دليلٌ ما يدعم هذا التفســير؛ حيث تهبط الأسهم التي هبطت طوال العام أكثر في ديســمبر، ثم غالباً ما ترتفع بشــكل مفاجئ في يناير. علاوة على ذلك، يوجد دليل أنه قبل إقرار ضريبة الدخل الأمريكية في ١٩١٣م، لم يكن هناك تأثير يناير. وفي أستراليا، حيث تجري الســنة الضريبية من ١ يوليو حتى ٣٠ يونيو، يوجد عائدات كبيرة بشكل غير معتاد للأسهم الصغيرة في يوليو.

إذا كانــت الضرائب عاملاً مؤثراً، فلا يمكن اعتبارهــا العامل الوحيد؛ لأن تأثير يناير يقع في دول ليس لديها ضريبة على ربح رأس المال. لم تكن اليابان تفرض ضريبة على مكاســب رأس المــال حتى عــام ١٩٨٩م، ولكن كان تأثير يناير موجوداً قبل هــذا التاريخ. إضافة إلى ذلك، لم يتم جمع ضرائب على مكاســب رأس المال في كنــدا قبل ١٩٧٢م، ولكن كان هناك تأثير يناير في تلك الدولة أيضاً. أخيراً، تســتمر الأســهم التي ارتفعت طوال السنة السابقة، ويجــب ألا تخضع لخســارة ضريبة البيع في الارتفاع في يناير، عــلى الرغم من أنها لا ترتفع بنفس القيمة كالأسهم التي انخفضت العام الماضي.

يوجد تفســيرات أخرى محتملة لتأثير يناير؛ حيث يتلقى العاملــون غالباً دخلاً إضافياً، مثل: المنح والمكافآت في نهاية العام. غالباً يستثمر هؤلاء الأفراد نقودهم في الأسهم بالأسبوع الأول من يناير. توضح البيانات أنه يوجد زيادة حادة في نســبة طلبات الشراء العامة عن طلبات البيع العامة خلال دورة العام. وحيث إن العامة يمتلكون نســبة كبيرة من الأســهم الصغيرة، يمكن أن يعتبر هذا مفتاحاً هاماً جداً لفهم تأثير يناير[٦].

وعلى الرغم من أن جميع تلك التفســيرات تبدو معقولة، ليست تهكمية مثل ما يطلق عليه ســوق رأس المال الكفؤ. إذا علم مديرو الأموال أن الأســهم الصغيرة ستتدفق في يناير، يجب أن يتم بيع تلك الأســهم جيداً قبل رأس الســنة للحصول على تلك العائدات المرتقبة، وسيتسبب هذا في ارتفاع أسعار الأسهم الصغيرة في ديسمبر، والذي قد يدفع مديرين آخرين أن يشتروها في نوفمبر وهكذا. في عملية التصرف عند تأثير يناير، يجب أن يتم تذليل سعر الأسهم بمرور السنة، وسوف تختفي الظاهرة.

تأثير يناير بنهاية الأسبوع في السنوات الأخيرة:

لربما حفزت جميع المنشورات حول تأثير يناير المستثمرين والتجار لكي يستفيدوا من هذا الانحراف التقويمي، حيث إن التأثير قد اختفى منذ ١٩٩٤م. من ٢٠٠٥م وحتى ٢٠١٢م، كان متوسط عائد يناير على مؤشر راسل ٢٠٠٠ للأسهم الصغيرة ١,٣٦ ٪ فقط، أكثر قليلاً من عائد ٠,٧٪ على مؤشر S & P 500.

علاوة على ذلك، لم يكن العائد على مؤشر راسل ٢٠٠ في آخر يوم للتداول من ديسمبر واليوم الأول للتداول في يناير، والذي كان مرتفعاً جداً فيما سبق، أعلى من عائد S & P 500، ولقد كان كلاهما صفراً تقريباً. أخيراً، قد اختفى أيضاً العائد المتوقع على الأسهم الصغيرة خلال الأسبوع الأول من التداول في يناير، والتي كانت كبيرة جداً قبل ١٩٩٥م.

العائدات الشهرية للأسهم الكبيرة:

ترتبط أنماط موسمية أخرى بعائدات الأسهم بخلاف تأثير يناير. يعرض الشكل (٢١-٢) العائدات الشهرية على داو الصناعية ومؤشر S & P 500. كان نوفمبر وديسمبر شهرين جيدين. وطبقاً للبيانات الأخيرة، استمرا في أن يكونا كذلك، ولكن تداعَى عائد يناير الذي كان الأفضل سابقاً في السنوات الأخيرة. كان أبريل أيضاً شهراً ممتازاً. ولكن بخلاف يوليو، كان لبقية الصيف وحتى بداية الخريف عائدات أقل من المعتاد. فلابد أن للتعبير: (بِع في مايو واهرب) تبريراً تجريبياً. منذ الحرب العالمية الثانية، لم يوجد دليل على النشاط الصيفي الذي اعتاد أن ينادَى له من قِبل المستشارين الاستثماريين والسماسرة في الخمسينيات والستينيات.

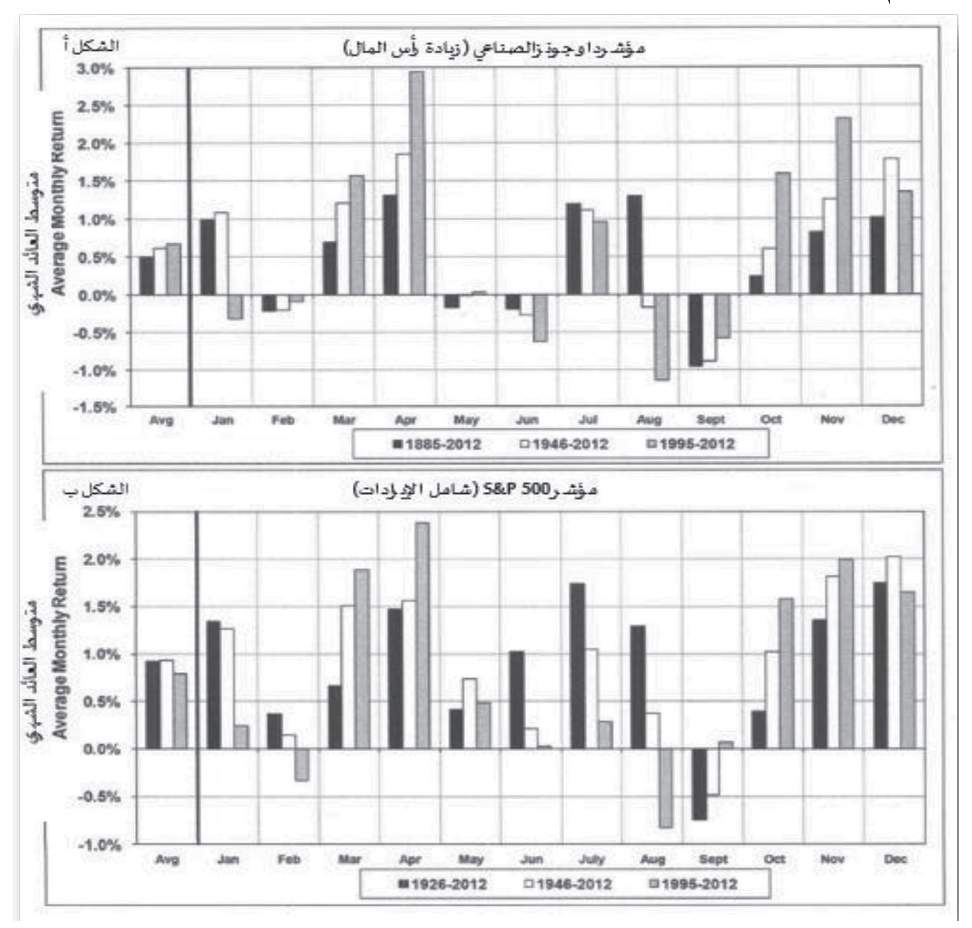
كان لتلك الأنماط الشهرية للعائدات نطاق عالمي. كان يناير تاريخياً شهراً ممتازاً في الدول الأجنبية. تجاوزت عائدات يناير بالنسبة للعشرين دولة التي يغطيها مؤشر سوق رأس مال مورجان ستانلي الموضحة في الشكل (٢١-٣)، العائد المتوسط.

في كل دولة تكون عائدات يناير أكبر من المتوسط، وفي المتوسط تكون عائدات يناير أكثر من أضعاف العائد للـ ١١ شهراً الباقية، ولكن فقد يناير سحره بالخارج كما حدث في الولايات المتحدة. منذ ١٩٩٤م، كانت عائدات يناير سلبية بالفعل، وهبطت عن المتوقع من المعدل السنوي في ١٤ دولة، بما فيها الولايات المتحدة.

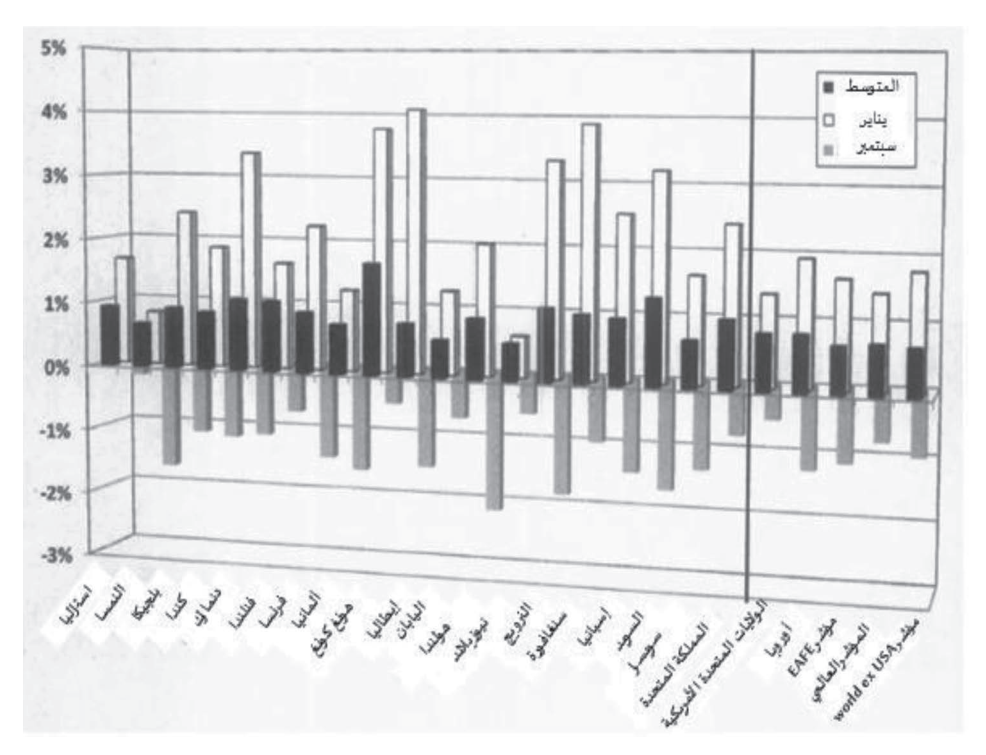
تأثير سبتمبر:

بينما كان عائد يوليو جيداً، راقب بقية الصيف، خاصة سـبتمبر، حيث إن سـبتمبر هو الشـهر الأسـوأ في السـنة، وفي الولايات المتحدة هو الشـهر الوحيد الذي لديه عائد سلبي يتضمن الأرباح المعاد اسـتثمارها. يلي سـبتمبر أكتوبر، والذي، بحسب ما أشار اليه الفصل (١٩)، لديه نسبة غير متجانسة من الانهيارات.

ويتتبع الشـكل (٢١-٤) متوسـط مؤشر داو جونز الصناعي في الفترة من ١٨٨٥م وحتى ٢٠١٢م، بشهر سبتمبر أو بدونه.



الشكل (٢١-٢) العوائد الشهرية في مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر S & P 500

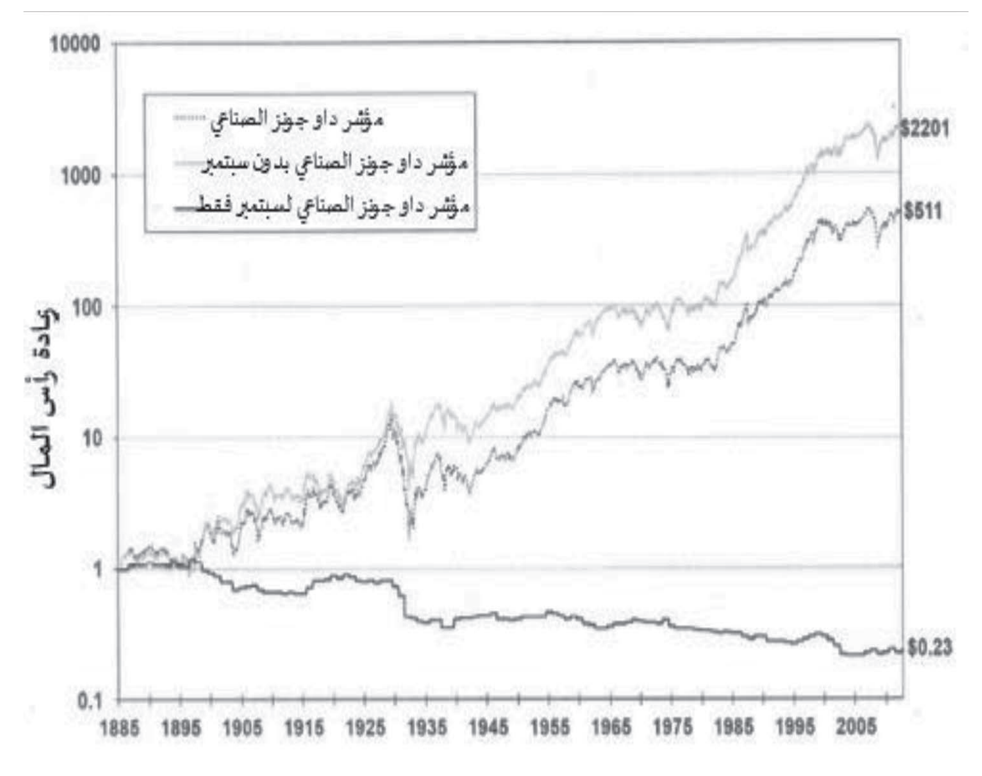


الشكل (٢١-٣) التأثيرات العالمية ليناير وسبتمبر خلال الفترة ١٩٧٠م - ٢٠١٢م

فقد يســاوي اســتثمارٌ بقيمة ١$ في مؤشر داو جونز الصناعية في ١٨٨٥م حوالي ٥١١$ بنهاية عام ٢٠١٢م (باســتثناء الأرباح)، في حين أن الدولار الذي يتم اســتثماره في داو جونز في سبتمبر قد يساوي ٢٣ سنتاً. على الناحية الأخرى، إذا قمت بوضع مالك في سوق الأسهم شهرياً ماعدا سبتمبر، فسوف يساوي دولارك ٢,٢٠١ $ في نهاية عام ٢٠١٢م.

تسود العائدات الضئيلة في سبتمبر في بقية العالم أيضاً، حيث إنه من المدهش أن سبتمبر هو الشهر الوحيد من السنة الذي لديه عائدات سلبية في مؤشر مقاس بالقيمة. يعني هذا أن في سبتمبر، قد يقوم المستثمرون بالحفاظ على الأسهم على شكل عملة بفائدة صفر، وهو أفضل من وضع أصولهم في ســوق الأســهم. كان لسبتمبر عائدات سلبية في العشرين دولة التي تغطيها مؤشرات سوق مورجان ستانلي المطورة، بالإضافة إلى المؤشرات العالمية الكبرى بما فيها مؤشر أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى EAFE ومؤشر مورجان ستانلي للعالم كله.

وعلى النقيض مع تأثير يناير، الذي اختفى بشكل كبير في البيانات الحديثة، لا يزال تأثير سبتمبر جارياً بكامل قوته.



الشكل (٢١-٤) تأثير سبتمبر: متوسط مؤشر داو جونز الصناعي، ١٨٨٥م - ٢٠١٢م

بالرغــم من أن الكثير من انخفاضات الســوق في الولايات المتحدة تم دفعها للأمام الآن نحو أغســطس، منــذ تم نشر الطبعة الأولى من كتاب «الأســهم على المــدى الطويل». في الواقع، منذ ١٩٩٥م أصبحت عائدات ســبتمبر المقاســة بمؤشر S & P 500 إيجابية قليلاً في الولايات المتحدة، ولكن بقيت عائدات سبتمبر سلبية في ١٧ دولة أخرى متقدمة.

يمكننا فقط التأمل في ســبب ضعف العائدات جداً في ســبتمبر. ربما تتعلق الإيرادات الضعيفــة باقتراب الشــتاء والأثــر الضاغط لليوم القصــير. يؤكد علــماء النفس على أن ضوء الشــمس هو مكون أســاسي للرفاهية. أكد بحث حديث أن بورصة نيويورك تؤدي

بشكل أســوأ في الأيام الغائمة من الأيام المشمســة[7]. ولكن تداعَى هذا التفسير إلى أسفل؛ لأن ســبتمبر يكون ضعيفاً أيضاً في أســتراليا ونيوزلندا حيث يشــكل الشــهر بداية الربيع والأيام الأطول[8].

ربما تكون العائدات الضعيفة في سبتمبر نتيجة لتسييل المستثمرين للأسهم (أو الاحتفاظ بها بدون شراء المزيد من الأســهم)؛ من أجل الإنفاق على إجازاتهم الصيفية. وكما سيناقش تباعاً، كان يوم الاثنين هو اسوأ الأيام أداءً في الأسبوع.

بالنســبة للكثيرين، ســبتمبر هو النسخة الشــهرية من يوم الاثنين، الوقت الذي تواجه العمل بعد فترة من الفراغ. ولكن حتى تأثير سبتمبر قد يخضع في المستقبل للسوق الكفؤ. كما ذكر من قبل، يبدأ المســتثمرون في الولايات المتحدة ببيع الأسهم مبكراً، متسببين في أن يكون أغسطس أسوأ الشهور أداءً منذ ١٩٩٥م.

العائدات الموسمية الأخرى:

عــلى الرغم من أن علماء النفس يقولون: إن الكثيرين مــن الذين يعانون من الاكتئاب بصمت بحلول رأس الســنة وعيد الميلاد، هم مســتثمرو البورصة الذين يعتقدون أنه وقت المــرح. يوضح الجدول (٢١-١) عائدات الســعر اليومية، كما تم قياســها بمتوســط مؤشر داو جونز الصناعية، بالنسبة لأوقات مختلفة في العام وفي الشهر.

الجدول (٢١-١) متوسط عوائد السعر اليومي في مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة ١٨٨٥م - ٢٠١٢م

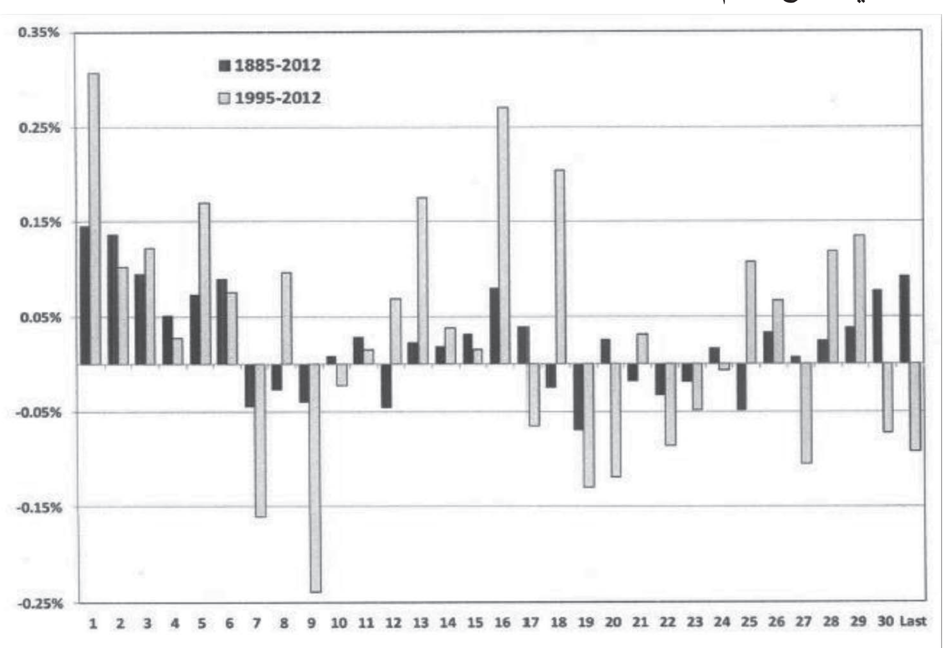
	١٨٨٥ - ٢٠١٢	١٨٨٥ - ١٩٢٥	١٩٢٦ - ١٩٤٥	١٩٤٦ - ١٩٨٩	١٩٤٦ - ٢٠١٢	١٩٩٥ - ٢٠١٢
المتوسط الإجمالي						
كامل الشهر	٠,٠٢٣٣٪	٠,٠١٩٢٪	٠,٠١٤٧٪	٠,٠٢٧٣٪	٠,٠٢٩٣٪	٠,٠٣٤٢٪
النصف الأول من الشهر	٠,٠٤٠٢٪	٠,٠٢٠٣٪	٠,٠٦٢١٪	٠,٠٥٠٠٪	٠,٠٤٦٥٪	٠,٠٣٦٥٪
النصف الثاني من الشهر	٠,٠٠٦٢٪	٠,٠١٨٢٪	-٠,٠٣١٦٪	٠,٠٠٤٠٪	٠,٠١١٢٪	٠,٠٣١٦٪
آخر يوم من الشهر	٠,٠٩٢٦٪	٠,٠٨٧٥٪	٠,١٦٣٣٪	٠,١٤٦٠٪	٠,٠٧٤٦٪	-٠,٠٩٢٣٪

	١٨٨٥ - ٢٠١٢	١٨٨٥ - ١٩٢٥	١٩٢٦ - ١٩٤٥	١٩٤٦ - ١٩٨٩	١٩٤٦ - ٢٠١٢	١٩٩٥ - ٢٠١٢
أيام الأسبوع						
الاثنين	-٠,٠٩٠٢٪	-٠,٠٨٧٤٪	-٠,٢١٠٦٪	-٠,١٣١٣٪	-٠,٠٥٥٨٪	٠,٠٧٤١٪
الثلاثاء	٠,٠٤١٥٪	٠,٠٣٧٥٪	٠,٠٤٧٣٪	٠,٠٣٠٧٪	٠,٠٤٢٢٪	٠,٠٨٧٠٪
الأربعاء	٠,٠٥٦٦٪	٠,٠٢٨٠٪	٠,٠٨١٤٪	٠,٠٩٠٩٪	٠,٠٦٦٥٪	٠,٠٠٩٢٪
الخميس	٠,٠٢٤٦٪	٠,٠٠١٢٪	٠,٠٦٢٧٪	٠,٠٣٩٨٪	٠,٠٢٧٤٪	٠,٠٠٩١٪
الجمعة	٠,٠٦٣٠٪	٠,٠٩٩٤٪	٠,٠٠٦٤٪	٠,٠٩٤٢٪	٠,٠٥٧٧٪	-٠,٠٠٦٣٪
مع السبت	٠,٠٥٣٩٪	٠,٠٨٥٨٪	-٠,٠١٦٩٪	٠,٠٧٤٧٪	لا يوجد	لا يوجد
بدون السبت	٠,٠٧١٤٪	٠,٣٨٢٧٪	٠,٣٤٨٥٪	٠,٠٩٦١٪	٠,٠٥٦٦٪	-٠,٠٠٦٣٪
السبت	٠,٠٥٧٨٪	٠,٠٣٤٨٪	٠,٠٩٦٤٪	٠,٠٩٦٢٪	لا يوجد	لا يوجد
عوائد الإجازة						
اليوم الذي يسبق الإجازة						
يوم الاستقلال	٠,٢٩٨٩٪	٠,٢١١٨٪	٠,٨١٦٨٪	٠,٢٧٤٦٪	٠,١٩٧٦٪	٠,١٥٩٨٪
الكريسماس	٠,٣٥٤٤٪	٠,٤٥٢٣٪	٠,٣٦٣٤٪	٠,٣١١٠٪	٠,٢٩١٨٪	٠,٢٥٨٢٪
السنة الجديدة	٠,٢٩٦٤٪	٠,٥٩٦٤٪	٠,٣٩٣١٪	٠,٢٤٤٦٪	٠,٠٨٤٠٪	-٠,٢٣٩٤٪
متوسط الإجازة	٠,٣١٦٥٪	٠,٤٢٠١٪	٠,٥٢٤٤٪	٠,٢٧٦٧٪	٠,١٩١١٪	٠,٠٥٩٥٪
أسبوع الكريسماس	٠,٢٢٤٧٪	٠,٣٢٤٢٪	٠,٢٨٧٥٪	٠,١٦٦١٪	٠,١٣٣١٪	٠,٠٤٢٥٪

خـلال الـ ١٢٧ عاماً الماضية، تراوحت عائدات السـعر اليومية في الفترة بين عيد الميلاد ورأس السنة حوالي ١٠ أضعاف متوسط العائد تقريباً.

الأمر المفاجئ أكثر هو الفرق بين عائدات الأسـهم في النصف الأول والثاني من الشـهر[٩]. خلال فترة الـ ١٢٧ عاماً بأكملها التي تمت دراسـتها، يكون تغير النسـبة المئوية لمؤشر داو جونـز الصناعي أثنـاء النصف الأول من الشـهر، الذي يتضمن آخر يوم تداول في الشـهر السابق وحتى اليوم الـ ١٤ من الشهر الحالي، حوالي سبعة أضعاف الذي يحدث أثناء النصف الثاني[١٠]. يوضح الشـكل (٢١-٥) التغيرات في متوسـط النسبة في مؤشر داو جونز في كل أول يوم من كل شهر.

بالنســبة للفترة كلها، من المثير كيفية زيادة النســبة المتوســطة في آخر يوم للتداول في الشــهر (واليوم رقم ٣٠ بالتقويم الشــمسي عندما لا يكون آخر يوم تداول)، وأول ستة أيام بالتقويم أكثر من مســاوٍ للعائد الكلي للشهر! وتكون التغيرات الصافية في مؤشر داو جونز سلبية في جميع الأيام الأخرى.



الشكل (٢١-٥) عوائد السعر اليومي في مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة ١٨٨٥م - ٢٠١٢م

ولكن تغير هذا النمط إلى حدٍ ما في السنوات الأخيرة. على الرغم من أن الأرباح في أول ســتة أيام من الشهر كانت تصبح بالفعل أكبر، تحول التغير في اليوم الأخير من الشهر سلبياً بشكل حاد، في حين يكون اليوم الأول من الشهر إيجابياً.

في الغالب، تكون الأرباح القوية في بداية الشهر متعلقة بتدفق السيولة في سوق الأسهم من العمال، الذين لديهم جزء آلي من نفقاتهم مســتثمَراً مباشرةً في السوق عند اليوم الأول من الشهر. نلاحظ ربحاً آخر في اليوم السادس عشر من الشهر، حيث يضع العاملون الذي يقبضون مرتين شــهرياً أموالهم في الأسهم. ولكن منذ عام ١٩٩٥م، قليلاً ما تتجاوز عائدات النصف الأول من الشهر عائدات النصف الثاني.

تأثيرات يوم الأسبوع:

الكثـير من النـاس يكرهون الاثنين. بعد يومين من الاسـترخاء وفعل مـا تحب، تكون مواجهـة العمل في يوم الاثنين أمراً معيقاً. ومن الواضح أن مسـتثمري البورصة يشـعرون بنفس الشيء. كان يوم الاثنين اليوم الأسـوأ من الأسـبوع بالنسـبة للسوق. خلال الـ ١٢٧ عاماً الماضية، كانت عائدات الاثنين سـلبية بشكل قاطع، سـلبية جداً لدرجة أنه إذا كانت عائـدات الاثنين مثل الأيام من الثلاثاء وحتى الجمعة، فقد يتجاوز العائد الفعلي التاريخي على الأسهم ١٣٪ سنوياً، تقريباً ضعفي المتوسط التاريخي.

على الرغم من أن المسـتثمرين يكرهون يوم الاثنين، فقد استمتعوا بأيام الجمعة. فقد كان يوم الجمعة هو اليوم الأفضل من الأسـبوع، حاصداً عائداً. كانت عائدات أسـعار يوم الجمعـة هي الأفضل، حيث تبلـغ العائدات حوالي ثلاثة أضعاف المتوسـط اليومي. حتى عندما كانت الأسـواق مفتوحة في يوم السبت (كل شـهر قبل١٩٦٤م والأشهر غير الصيفية قبل ١٩٥٣م)، كانت عائدات أسعار يوم الجمعة هي الأفضل.

ولكن تغيرت تلك الأنماط اليومية بشـكل مفاجئ في السـنوات الأخيرة. فمنذ ١٩٩٥م، تحول يوم الاثنين من الأسـوأ إلى ثاني أفضل يوم، يتبع فقط الثلاثاء. ولم يتحول الجمعة من الأفضل إلى الأسـوأ ولكن في الواقع سـجل عائدات سلبية. أحد أسـباب هذا التغير هو أن العديد من مُتاجري الأسـهم يحبون حماية مواضع أسهمهم خلال نهاية الأسبوع، ويبيعون مواقعهم الطويلة في أو قريباً من إغلاق الجمعة. قد تنتج العائدات السـلبية ليوم الجمعة أيضاً بسـبب التجار الذين يبيعون يوم الجمعة، بسـبب أنهم عرفوا أن الاثنين يوم سيء في المعتاد، ثم يقوم التجار بإعادة إنشـاء مواضع أسـهمهم في يوم الاثنين، مما يؤدي إلى زيادة العائدات في تلك الأيام. مهما كانت الأسـباب، يسـتعرض التغـير أن الانحرافات المروج لها جيداً غالباً ما يتم مراجعتها خارج السوق.

انحرافٌ تقويميٌ آخر، هو أن الأسـهم تؤدي جيداً جداً قبل العطلات الرئيسـية، كما هو موضح في الجدول (٢١-١)، حيث تكون عائدات الأسـعار قبل الرابع من يوليو، عيد الميلاد ورأس السـنة في المتوسـط، تقريباً ١٤ ضعف عائد السـعر اليومي المتوسط. ولكن تغيرت بعض هذه الانحرافات مثل تأثير يوم الأسبوع، في السنوات الأخيرة.

برغم أن عائدات الأســهم لليوم السابق للرابع من يوليو وعيد الميلاد قد ظلت قوية، إلا أن العائدات على آخر يوم تداول في الســنة انتقلت من إيجابية بقوة ٠,٣٠ ٪ لنسبة سلبية بشــكل قاطع ٠,٢٤ ٪ منــذ ١٩٩٤م. غالباً ما تكون العائدات الســلبية لآخر يوم تداول في الســنة ناتجة عن عدد كبير من عمليات البيع عند الإغلاق، التي تنفذ بشــكل آلي لتعويض المواقع في العمليات الآجلة القائمة على مؤشرات الأســهم، والصناديق المتداولة في البورصة، وأدوات التحوط المخصصة الأخرى. تحدث الحركة المنخفضة لأســعار الأســهم بشكل عام في آخر ٣٠ دقيقة من التداول. بالطبع، من الممكن أن يصبح هذا النمط واســع الانتشــار، وبالتالي سوف يختفي.

أخيراً، يبدو أنه يوجد نمط نهاري لعائدات الأسهم. وقد أوضح الدليل على أنه يوجد عادة نوبة انخفاض في النهار، خاصة في يوم الاثنين، حيث تثبت السوق أثناء الغداء، ثم تتوقف أو تنخفض في منتصف الظهيرة، قبل أن ترتفع مجدداً بقوة في آخر نصف ســاعة من التداول. هذا يؤدي غالباً إلى أن تغلق السوق على أعلى مستويات من اليوم.

ماذا يجب على المستثمر أن يفعل؟

تعتبر تلك الانحرافات إرشــاداً مغرياً لصياغة إســتراتيجية استثمار. ولكن لا تحدث تلك العائدات المتعلقة بالتقويم دائماً، وكلما أصبح المستثمرون أكثر وعياً بها، قلَّ بعضها والبعض الأخــر اختفى تماماً. فقد كان تأثير يناير الشــهير غائباً بشــكل كبير خــلال العشرين عاماً الماضية، ولا زالت الانحرافات الأخرى متراجعة بشــكل كامل، مثل: عائدات الأســهم في آخر يوم من الســنة، وعائدات أيــام الاثنين والجمعة. ولكن ظل البعــض باقياً، مثل: العائدات الكبيرة في بداية الشهر، والعائدات الضعيفة في سبتمبر.

محاولة الاســتفادة من هــذه الانحرافات تتطلــب بيع وشراء الأســهم، والذي يتطلب تكاليــف معاملات، وقد يحقق ضرائب ربــح رأس مال (إلا إذا كنت تتضارب بنقود محمية من الضرائب). لذلك؛ قد يتمنى بعض المستثمرين الذين قرروا الشراء والبيع بالفعل، ولكن لديهــم بعض الصعوبة في اختيار توقيت تلك الصفقة، أن يأخذوا تلك الانحرافات التقويمية في الاعتبار قبل عمل صفقاتهم.

الهوامش:

1. This includes the dramatic 1975-to-1983 period during which small stocks returned over 30 percent per year.
2. Donald Keirn, "Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence," Journal of Financial Economics, vol. 12 (1983), pp. 13-32.
3. Robert Haugen and Josef Lakonishok, The Incredible January Effect, Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1989, p. 47.
4. See Gabriel Hawawini and Donald Keirn, "On the Predictability of Common Stock Returns: World-Wide Evidence," in Robert A. Yarrow, Vojislav Macsimovic, and William T. Ziemba, eds., Handbooks in Operations Research and Management Science, vol. 9, North Holland, 1995, Chap. 17, pp. 497-544.
5. For an excellent summary of all this evidence, see Gabriel Hawawini and Donald Keirn, "The Cross Section of Common Stock Returns: A Review of the Evidence and Some New Findings," in Donald B. Keirn and William T. Ziemba, eds., Security Market Imperfections in Worldwide Equity Markets, Cambridge: Cambridge University Press, 2000.
6. Jay Ritter, "The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the End of the Year," Journal of Finance, vol. 43 (1988), pp. 701-717. 400.
7. Edward M. Saunders, Jr., "Stock Prices and Wall Street Weather," American Economic Review, vol. 83 (December 1993), pp. 1337-1345.
8. Of course, many investors in the Australian and New Zealand market live north of the equator.
9. R. A. Ariel, "A Monthly Effect in Stock Returns," Journal of Financial Economics, vol. 18 (1987), pp. 161-174.
10. The difference in the returns to the Dow stocks between the first and second halves of the month is accentuated by the inclusion of dividends. Currently, about twothirds of the Dow Industrial stocks pay dividends in the first half of the month, which means that the difference between the first-and second-half returns is greater than reported here.

٤٥٨

الفصل الثاني والعشرون
التمويل السلوكي وسيكولوجيا الاستثمار

الرجل العقلاني - مثل وحش بحيرة لوخ نيس - يشاهد في كثير من الأحيان، ولكنه نادراً ما يصور.

دايفيد دريمان، ١٩٩٨م[١].

يعد السوق أكثر خطراً عندما يبدو أفضل، ويكون أكثر إغراءً عندما يبدو أسوأ.

فرانك وليامز، ١٩٣٠م[٢].

يتضمن هذا الكتاب الكثير من البيانات والأرقام والرسوم البيانية التي تدعم إستراتيجية دولية متنوعة وطويلة المدى لمستثمري الأسهم. وتعد النصيحة أكثر سهولة على النطاق النظري أكثر من وضعها في موضع التطبيق والممارسة. وتعد المهنة المالية على دراية على نحوٍ متزايد بالعوامل النفسية التي تحبط التحليل العقلاني، وتعيق المستثمرين من تحقيق أفضل النتائج. ولقد ازدهرت دراسة هذه العوامل النفسية في مجال التمويل السلوكي.

ولقد كُتب هذا الفصل كسرد يساعد على سهولة فهم البحوث والقضايا الأساسية المتعلقة بالتمويل السلوكي. «دايف» هو مستثمر وقع في مصائد نفسية منعته من أن يكون فعالاً، وقد تلاحظ وجود شبه بين سلوكه والسلوك الخاص بك. وإذا كان الأمر كذلك، سوف تساعدك النصيحة المقدمة في هذا الفصل على أن تصبح مستثمراً أكثر نجاحاً. ولقد تحدث «دايف» إلى زوجته «جينيفر» أولاً ثم تحدث مع المستشار في الاستثمار الذي يفهم التمويل السلوكي. ولقد بدأت الرواية في خريف عام ١٩٩٩م، قبل عدة شهور من حدوث الذروة في التكنولوجيا وفقاعة الإنترنت التي هيمنت على الأسواق في مطلع هذا القرن.

فقاعة التكنولوجيا، من عام ١٩٩٩م وحتى ٢٠٠١م:

الوقت: أكتوبر ١٩٩٩م.

دايف: لقد قمت يا جينيفر باتخاذ بعض القرارات الاستثمارية الهامة. فلا تحتوي المحفظة الاستثمارية الخاصة بنا على أي شيء سوى الأسهم المقاومة للتغيير، مثل:

فيليب موريس، بروكتر وجامبل وأكسون، ولا تقوم هذه الأسهم بفعل أي شيء حتى الآن. ولقد حقق أصدقائي في العمل: بوب وباول، ثروة في أسهم الإنترنت. ولقد قمت بالتحدث مع «آلان» الوسيط الخاص بي عن آفاق هذه الأسهم. لقد قال: إن الخبراء يعتقدون أن الإنترنت هو موجة المستقبل، وأقوم ببيع بعض الأسهم الخاصة بنا التي لا تتحرك فقط، ثم أرغب في الدخول في أسهم الإنترنت، مثل: «إيه أو إل» AOL و«ياهو» Yahoo و«إنكتومي» Inktomi.

جينيفر: لقد سمعت أن هذه الأسهم مضاربة جداً. هل أنت واثق أنك تعرف ما تقوم به؟

دايف: يقول «آلان» إننا مقبلون على «الاقتصاد الجديد» المدعوم بثورة الاتصالات، التي سوف تتجه إلى تغيير طريقة قيامنا بالأعمال. وتعد هذه الأسهم التي نمتلكها أسهم الاقتصاد القديم، ولهذه الأسهم أيامها، ولكن يجب علينا أن نستثمر للمستقبل. أنا أعلم أن أسهم الإنترنت متقلبة، وسوف أقوم بمشاهدتها بعناية كبيرة. وبالتالي، لن نخسر المال. ثقي بي. أنا اعتقد أننا أخيراً نتجه نحو الطريق الصحيح.

الوقت: مارس ٢٠٠٠م.

دايف: هل رأيت يا جينيفر البيانات المالية الأخيرة الخاصة بنا؟ لقد زادت بنسبة ٦٠٪ منذ أكتوبر. فلقد عبرت ناسداك ٥,٠٠٠، ولم أسمع أن هناك أي شخص يعتقد أنها سوف تتوقف عند هذا الحد. وتعد الإثارة حول السوق منتشرة جداً، ولقد أصبحت موضوع جدل في جميع أنحاء المكتب.

جينيفر: يبدو أنك تقوم بالتداول كثيراً داخل وخارج الأسهم، مقارنةً بما فعلت قبل ذلك. أنا لا أستطيع متابعة ما نملكه!

دايف: تتضارب معلومات السوق بشكل سريع جداً، ويجب أن أقوم بتعديل محفظتي بشكل مستمر. وتعد اللجان الآن زهيدة جداً بحيث تقوم بالدفع للتداول في أي أخبار تؤثر على الأسهم. كوني على ثقي بي - انظري لمدى جودة ما نحققه.

الوقت: يوليو ٢٠٠٠م.

جينيفر: لقد قمت يا دايف بإلقاء نظرة علي بيان الوسيط الخاص بنا، ولم نعد نحمل أسهم الإنترنت أكثر من ذلك. فالآن، نحن نملك (هي تقرأ من البيان) أنظمة سيسكو Cisco وإي إم سي EMC، وأوراكل Orecal وصن مايكرو Sun Microsystems، وشبكات نورتل Nortel Networks، وجي دي إس يونفيس JDS Uniphase. إنني لا أعرف ما تقوم به أي من هذه الشركات. هل أنت تعرف؟

دايف: عندما انخفضت أسهم الإنترنت في شهر أبريل، قمت بالبيع قبل أن نفقد كل مكاسبنا. ولسوء الحظ، لم نجنِ الكثير من هذه الأسهم، ولكننا لم نخسر الكثير أيضاً.

أنا أعلم أننا على الطريق الصحيح الآن. فشركات الإنترنت هذه لم تقم بتحقيق أي أموال. وجميع الشركات الجديدة التي نمتلكها تشكل العمود الفقري للإنترنت، وجميعها مربحة. ولقد أخبرني «آلان» بمبدأ هام: هل تعلمي أن الذي حقق معظم الأموال في كاليفورنيا هو تدفق الذهب عام ١٨٥٠م؟ ليس عمال مناجم الذهب. فقد وجد بعض الحفارين الأوائل الذهب، ولكن معظمهم لم يجد أي شيء. ولقد كان الفائزون الحقيقيون من تدفق الذهب أولئك الذين قاموا ببيع الإمدادات إلى عمال المناجم. ويعد الدرس واضحاً جداً؛ فمعظم شركات الإنترنت في طريقها إلى الفشل، فيما عدا تلك الشركات التي توفر الدعم للإنترنت - تلك الشركات التي تقدم أجهزة التوجيه «الروتر» والبرمجيات وكابلات الألياف البصرية، تُعد من أكبر الفائزين.

جينيفر: ولكن أعتقد أنني قد سمعت بعض خبراء الاقتصاد يقولون: إن هذه الشركات هي وسيلة مبالغ فيها الآن، حيث إنها تبيع لمئات المرات من الأرباح.

دايف: نعم، ولكن انظري إلى نموها على مدى الخمس سنوات الأخيرة - فلم يرَ أي شخص ذلك من قبل. فالاقتصاد يمر بمرحلة تغير، ولا يتم تطبيق العديد من مقاييس التقييم التقليدية. ثقي بي. سوف أقوم بمراقبة هذه الأسهم. ولقد قمت بإخراجنا من أسهم الإنترنت في الوقت المناسب، أليس كذلك؟

الوقت: نوفمبر ٢٠٠٠م.

دايـــــف (محدثاً نفســه): ماذا يجب عــليّ أن أفعل؟ فلقد كانت الأشــهر القليلة الماضية مروعة. فلقد خسرت حوالي ٢٠٪. ومنذ ما يقرب من شــهرين، كان نورتل أعلى مــن ٨٠، وهي الآن حــوالي ٤٠. وكانت أنظمة صن مايكــرو ٦٥، وأصبحت الآن حوالي ٤٠، وتعد هذه الأســعار رخيصة جداً. وأعتقد أنني سوف أقوم باستخدام بعــض النقود المتبقية لشراء المزيد من الأســهم بهذه الأســعار الرخيصة. ثم إن الأسهم الخاصة بي لا ترتفع كثيراً بالنسبة لي للحصول على ذلك.

الوقت: أغسطس ٢٠٠١م.

جينيفر: دايف، لقد نظرت للتو علي بيان الوســاطة الخاص بنا. لقد تدمرنا! ما يقرب من ثلاثة أرباع مال التقاعد الخاص بنا قد ذهب سُــدى. إنني اعتقدت أنك ســوف تقوم بمراقبة اســتثماراتنا عن كثب، ولا تظهر المحفظة الاستثمارية الخاصة بنا أي شيء سوي خسائر فادحة.

دايـــــف: أنا أعرف ذلك. فلقد قال جميع الخبراء أن الأسهم قد تنتعش، ولكنها استمرت في الانخفاض.

جينيفــر: لقــد حــدث ذلك من قبــل. أنا لا أفهم لماذا قمت بذلك بشــكل ســيئ. فعلى مدار ســنوات كنت تشــاهد الســوق عن كثب، وتقوم بدراســة جميع التقارير الماليــة، وكان يبدو أنــك على علم جيد جداً بذلك. ومع ذلك، كنت لا تزال تتخذ القرارات الخاطئة، وتقوم بشراء الأسهم ذات المستويات الأعلى وتبيع الأسهم ذات المستويات الأدنى. فأنت تحتفظ بالخاسرين وتخسر الرابحين. إنك ...

دايـــف: أنا أعرف ذلك، أنا أعرف ذلك. لقد سارت استثمارات الأسهم الخاصة بي على نحو خاطئ. لقد اعتقدت أنني أتخلى عن الأسهم وأتمسك بالسندات.

جينيفــر: اســتمع لي يا دايف. لقد تحدثــت مع القليل من الأفراد الآخرين عن مشــاكل الاستثمار الخاصة بك، وأريد منك أن تذهب لمقابلة المستشار في الاستثمار. يقوم المستشــار في الاستثمار باستخدام سيكولوجيا ســلوكية لمساعدة المستثمرين على

فهم لماذا يقومون بفعل الأمور على نحو سيئ، وسوف يساعدك المستشار في الاستثمار على تصحيح هذا السلوك. دايف، لقد قمت بأخذ موعد لك بالفعل معه. من فضلك اذهب لمقابلته.

التمويل السلوكي:

الوقت: الأسبوع القادم.

لقد كان دايف متشككاً. فلقد اعتقد أن فهم الأسهم يتطلب معرفة عن علم الاقتصاد والمحاسبة والرياضيات، ولم يسمع دايف أبداً عن أنه تم استخدام كلمة سيكولوجيا في أي من هذه الموضوعات، ولكنه يعلم أنه بحاجة إلى المساعدة، وليس من أذى في تحقيق ذلك.

المستشار في الاستثمار: لقد قرأت الملف الخاص بك، وقمت بالتحدث مع زوجتك على نطاق واسع، وتعد من النوع النموذجي جداً من المستثمرين الذين نقوم بتقديم الاستشارة لهم هنا. وأنا أقوم بالالتزام بفرع جديد من علم الاقتصاد يُسمى: التمويل السلوكي، وتعتمد العديد من الأفكار التي تستكشفها مهنتي على المفاهيم النفسية، التي نادراً ما كان يتم تطبيقها من قبل في سوق الأوراق المالية وفي إدارة المحافظ الاستثمارية. دعني أقدم لك بعض المعلومات الأساسية. فحتى وقت قريب، كان التمويل مهيمناً على النظريات التي تفترض أن المستثمرين يقومون بتعظيم فائدتهم المتوقعة، أو رخائهم، ودائماً ما يتصرفون بعقلانية، ويعد ذلك توسعاً للنظرية العقلانية لاختيار المستهلك تحت اليقين الذي يطبق على نتائج مؤكدة.

ففي السبعينيات، لاحظ اثنان من علماء النفس هما دانيال كانيمان وأموس تفيرسكي أن العديد من الأفراد لا يتصرفون كما توقعت النظرية. ولقد قام كل من كانيمان وتفيرسكي بوضع نموذج جديد يُسمى: نظرية الاحتمال - التي تتضمن كيفية تصرف الأفراد في الواقع، وكيفية اتخاذهم للقرارات عند مواجهتهم لعدم اليقين[٣]، وقد جعلهم هذا النموذج من رواد التمويل السلوكي، ولقد قدمت أبحاثهم الكثير من التقدم في المهنة المالية.

البدع والديناميكيات الاجتماعية وفقاعات الأسهم:

المستشـار في الاسـتثمار: دعنـا أولاً نناقش قرارك الخـاص بالدخول إلى أسـهم الإنترنت. عُد بتفكيرك إلى أكتوبر عام ١٩٩٩م. هل تتذكر لماذا قررت شراء هذه الأسهم؟

دايــف: نعم. فلقد كانت الأسهم الخاصة بي لا تتحرك على الإطلاق، ولقد كان زميلي في العمل يسـتثمر في الإنترنت ويجني الكثير من المـال، ولقد كان يوجد الكثير من الإثارة حول هذه الأسهم، وادعي الجميع أن الإنترنت كان ثورة اتصالات من شأنها أن تغير العمل إلى الأبد.

المستشار في الاستثمار: عندما يكون الجميع مبتهجين عن السوق، يجب عليك أن تكون في غاية الحذر. فلا تعتمد أسعار الأسهم فقط على القيم الاقتصادية، وإنما أيضاً على العوامل النفسية التي من شأنها أن تؤثر على السوق. ولقد أكد الخبير الاقتصادي روبرت شـيلر، أحد رواد حركة التمويل السـلوكي، على أن البـدع والديناميكيات الاجتماعيـة تلعب دوراً كبيراً في تحديد أسـعار الأصول[٤]. ولقد أوضح شـيلر أن أسعار الأسـهم كانت متقلبة جداً وبشكل بعيد، بحيث يمكن تفسيرها من خلال التقلبات في العوامل الاقتصادية مثل الأرباح والمكاسـب[٥]. ولقد افترض أن الكثير مـن التقلب الإضافي يمكن تفسـيره من خلال البـدع والصيحات التي تكون ذات تأثير كبير على قرارات المستثمرين.

دايــف: لقد كانت تساورني الشكوك حول أسهم الإنترنت، ولكن أي شخص آخر كان يبدو على يقين جداً بأنه من الفائزين.

المستشـار في الاسـتثمار: لاحـظ كيف أثر الآخرون عـلى قرارك ضد أفضـل حكم خاص بك. ويعـرف علـماء النفس منذ زمن بعيد مدى صعوبة أن تبقى منفصلاً عن الحشـد، ولقد تم التأكيد على ذلك من قِبل أحد علماء النفس الاجتماعي يُسـمى: سـليمان اسـتش. فلقد قام بإجراء تجربة مشـهورة تم فيها تقديـم الموضوعات مع أربعة خطوط، وطلب اختيار اثنين لهما نفس الطول، ولقد كانت الإجابة الصحيحة واضحة جداً[٦]، ولكن عبر حلفاء دكتور اسـتش عن وجهات نظر متعارضة، وغالباً ما قدمت الموضوعات إجابة غير صحيحة. ولقد أكدت تجارب المتابعة أن الضغط الاجتماعي

لم يكن هو السبب الذي أدى إلى تصرف الموضوعات على هذا النحو ضد أفضل حكم خاص بهم، وإنما عدم ثقتهم في أن مجموعة كبيرة من الناس يمكن أن تكون خاطئة[٧].

دايــــف: بالضبـط. ولذلك، فالكثير مــن الناس كانوا يقومون بتصعيد هذه الأســهم مما جعلني أشـعر أن هناك شـيئاً يتعلق بذلك. وإذا لم أقم بشراء أسـهم الإنترنت، أعتقد أنني سوف أفقد الكثير.

المستشار في الاستثمار: أنا أعرف. تُعد فقاعة الإنترنت/ التكنولوجيا خير مثال على الضغوط الاجتماعية التي تؤثر على أسـعار الأســهم. وتعد المحادثات في المكتب وعناوين الصحف وتوقعات المحللين - جميعها تسلط الضوء على جنون الاستثمار في هذه الأسهم. ويطلق علماء النفس على هذا الميل لاتباع الحشد الغريزة الرعوية - ميل الأفراد إلى تكييف تفكيرهم مع الرأي السائد.

يوجــد العديد من الســوابق لفقاعة الإنترنــت. فلقد كتب تشــارلز ماكاي عام ١٨٥٢م الأوهام الكلاسـيكية غير العادية وجنون الحشــود، والتي ســجلت عدداً مــن الفقاعات المالية التي تم قيادة المضاربين خلالها إلى الجنون من قِبل الحركة التصاعدية للأســعار: فقاعة بحر الجنوب في إنجلترا، وفقاعة الميسيسبي في فرنسا حــوالي عام ١٧٢٠م، وهوس الزئبق في هولندا في القــرن الماضي[٨]. إذا كان يمكنك أن تتابــع الأحــداث، فدعني أقرأ لك الفقرة المفضلة لي مــن الكتاب: لقد وجدنا مجتمعــاتٍ بأكملها تقوم فجــأة بتوحيد تفكيرها حول موضوع واحد، وتســعى بجنــون وراءه. هؤلاء الملايين من الناس تم اســتمالتهم للإعجاب والجري خلف سراب ووهــم. حتــى الأمم المعتدلة، أصبحت جميعهــا في وقت واحد مجموعة من المقامرين اليائسين، وخاطرت بالكثير من بقائها على قطعة من الورق ... أيها الرجال، لقد سبق وأن قيل: فكِّر بشكل جماعي (القطيع) ... وهم يسعون بجنون كقطعان، في حين يستعيدون رشدهم ببطء واحداً تلو الآخر.

دايــف (وهو يهز رأسه): يحدث ذلك مراراً وتكراراً على مر التاريخ. وعلى الرغم من ذلك، يشــير آخرون إلى التجاوزات نفســها الخاصة بالعام الماضي. وإنني على قناعة أن «هذا الوقت مختلفٌ».

المستشــار في الاســتثمار: ومثلما يوجد العديد من الآخرين، فإن ميل المســتثمرين لمتابعة الحشد يعد مظهراً ثابتاً على الدوام للتاريخ المالي. ويوجد العديد من المرات التي كان الحشــد فيها صحيحاً[٩]، ولكن قد يقود اتباع الحشــد في كثير من الأحيان إلى الضلال... دايف، هل كنت في أي وقت في مدينة جديدة ووجدت نفســك تختار بــين مطعمين؟ من الخيارات العقلانية تماماً في اتخــاذ القرار فيما إذا كانا قريبَين في المســافة، يتمثل في اختيار المطعم الأكثر ازدحاماً، حيث توجد فرصة جيدة أنه على الأقل يكون هناك بعــض الزبائن الذين جربوا كلا المطعمين، واختاروا تناول الطعام في المطعم الأفضل. ولكن حينما تتناول الطعام في المطعم الأكثر ازدحاماً، فإنك تزيد من فرصة أنه في العشــاء المقبل وباستخدام نفس المنطق، سوف تقوم بتناول الطعام هناك، وهكذا. وفي النهاية، ســيكون كل شخص يتناول الطعام في هذا المطعم حتى وإن كان المطعم الآخر أفضل بكثير.

ويســمي رجال الاقتصاد عملية اتخاذ القرار هذه بشــلال المعلومات، ويعتقدون أن ذلــك يحدث في كثــير من الأحيان في الأســواق المالية[١٠]. فعلى ســبيل المثال، عندما تقوم إحدى الشركات بالدعوة إلى أخرى، سوف ينضم لها مَدْعُوُّون آخرون. وعندما يحصل الطرح العام الأوّلي على تأييد قوي، سوف يقوم مستثمرون آخرون بالانضمام له. ويوجد شــعور لدى الأفراد بأن «هناك شــخصٌ ما يعرف شيئاً ما» وأنه يجب عليهم عدم خســارة ذلك. ويكون ذلك صحيحاً أحياناً، ولكن في كثير من الأحيان يكون ذلك غير صحيح.

التجارة المفرطة، والثقة المفرطة، والتحيز التمثيلي:

المستشــار في الاســتثمار: دايف، دعني أغير الموضوع. يتضح من فحص السجلات التجارية الخاصة بك أنك كنت تاجراً نشطاً للغاية.

دايــف: لقد كان عليّ أن أكون كذلك. فلقد كانت المعلومات تتدفق على السوق باستمرار. ولقد شــعرت أنه يجب عليّ تصحيح وضع محفظتي الاستثمارية باستمرار بسبب المعلومات الجديدة.

المستشــار في الاستثمار: دعني أقول لك شــيئاً ما. التداول لا يفعل شيئاً سوى القلق الزائد والعائــدات الأقل. فلقد نشر اثنان من رجال الاقتصاد مقالة عام ٢٠٠٠م بعنوان «التجــارة خطــرة على ثروتــك»، وقد أضيف «وعــلى صحتك أيضــاً». فبفحص الســجلات الخاصة بعشرات الآلاف من التجار، اتضــح أن عوائد أكثر التجار ثقلاً كانت ٧,١٪ أقل من عوائد التجار الذين يتداولون بشكل غير منتظم[١١].

دايــــف: إنك على حق. فأنا أعتقد أن التجارة تضر بعائداتي. فلقد اعتقدت أنني متقدم خطوة واحدة عن الرجل الآخر، ولكنني خمنت أنني لست كذلك.

المستشــار في الاســتثمار: من الصعب للغاية أن تكون تاجراً ناجحاً. فحتى الناس الأذكياء الذين يخصصون كل طاقاتهم لأســهم التداول، نادراً مــا يحققون عوائد مجزية، وتتمثل المشــكلة في أن معظم الأفــراد لديهم ثقة مفرطــة في قدراتهم الخاصة. وبعبارة أخرى، إن الشخص العادي سواء أكان طالباً أم تاجراً أم سائقاً أم أي شيء آخر، يعتقد أنه أفضل من العادي، والذي يُعد مستحيلاً إحصائياً[١٢].

دايــف: ما أسباب هذه الثقة المفرطة؟

المستشار في الاستثمار: تأتي الثقة المفرطة من عدة مصادر. يتمثل المصدر الأول في أن هناك ما يُســمى بتحيز الإسناد الذاتي، الذي يجعل الفرد يأخذ الائتمان إلى عائد مفضل من الأحداث، عندما لا يأتي تاريخ استحقاق الائتمان[١٣].

دايــــف: هل هــذه الحلقة كانت صحيحــة من أي وقت مضي! تذكــر في مارس ٢٠٠٠م المفاخرة مع زوجتي عن مدى ذكائي لشراء أسهم الإنترنت، ولقد كنت على خطأ!

المستشار في الاستثمار: لقد قام نجاحك المبكر بتغذية الثقة المفرطة لديك[١٤]. فلقد أسندت أنت وصديقك مكاسب الأســهم إلى الاستثمار الماهر، بالرغم من أن هذه النتائج كانت في كثير من الأحيان بمحض الصدفة.

ويأتي مصدر آخر للثقة المفرطة من الميل إلى رؤية الكثير من الأحداث التي تبدو متشابهة[١٥]، ويُســمى ذلك بالتحيز التمثيلي. ويرتفع هذا التحدث بسبب عملية التعلم لدى الإنسان. فعندما نري شيئاً ما يبدو مألوفاً، فإننا نشكل إرشاداً تمثيلياً

لمســاعدتنا على تعلمه، ولكن أوجه التشــابه التي نراها تكون غير صالحة في كثير من الأحيان، وتكون استنتاجاتنا خاطئة.

دايــف: تقول النشرات الإخبارية الخاصة بالاستثمار: إن كل مرة يقع فيها حدث قد حدث في الماضي، تتحرك الســوق إلى اتجاه معين، مما يــدل على أنه من المحتم حدوث ذلك مرة أخرى. ولكن عندما حاولت اســتخدام هذه النصيحة، وجدتها لا تعمل مطلقاً.

المستشــار في الاســتثمار: لقد حذر خبراء اقتصاد التمويل التقليدي منذ سنوات من إيجاد أنمــاط في البيانــات، عندما لا يكون في الواقــع هناك أي منها. وتســمى عملية البحــث عن البيانات الماضية ب «اســتخراج البيانات»، ويعد من الســهل القيام بذلك مقارنةً بالماضي عن طريق القدرة الحاسوبية التي أصبحت زهيدة للغاية[١٦]. إن تلقي عدد من المتغيرات لتفســير حركات أسعار الأسهم، ينبغي فيها أن تكون متأكداً من إيجاد بعض النوبات المذهلة، مثل المائة ســنة الماضية التي شــهدت ارتفاع الأسهم في كل ثالث خميس من الشهر عندما يكون القمر بدراً!

ويعــد التحيز التمثيلي مســؤولاً عن بعض التحركات الخاطئة المذهلة في ســوق الأوراق المالية، حتى عندما تبدو المواقف متشــابهة بشكل ملحوظ. وعند اندلاع الحرب العالمية الأولى في يوليو ١٩١٤م، اعتقد المسؤولون في سوق تداول نيويورك أن هذا يُعد بمثابة كارثة، وأن التداول ســوف يغلق لمدة خمســة أشــهر. خطأ! فلقــد أصبحت الولايات المتحدة النواة التجارية لأوروبا، وازدهرت التجارة، وكان عام ١٩١٥م من أفضل الأعوام في تاريخ سوق الأوراق المالية.

وعندما قامت ألمانيا بغزو بولندا في ســبتمبر ١٩٣٩م، نظر المستثمرون إلى سلوك السوق عندما اندلعت الحرب العالمية الأولى. وبالإشارة إلى العوائد الرائعة، قاموا بشراء الأســهم كالمجانين وارتفعت الســوق بما يزيد عن ٧٪ في تداول اليوم التالي! ولكــن كان هذا خاطئاً مــرة أخرى. فلقد حدد فرانكلين روزفلت عدم الســماح للــشركات بالازدهــار من جراء الحــرب العالمية الثانية مثلما حــدث من الحرب العالمية الأولى. وبعد القليل من الأيام، تصدرت سوق الأوراق المالية حالة هبوط

شديدة، ولم تتمكن السوق من التعافي لمدة ست سنوات حتى عادت إلى مستواها في سبتمبر ١٩٣٩م. وبوضوح، كان التحيز التمثيلي المذنب لهذا الخطأ، وجاء حدثان غير مماثلين لما اعتقده الناس.

ومن الناحية النفسية، لم يستطع البشر قبول جميع العشوائيات الصادرة، ويكون من المزعج جداً تعلم أن معظم الحركات في السوق كانت عشوائية ولم يكن لها أي سبب محدد[١٧]. ويمتلك الأفراد حاجة نفسية عميقة لمعرفة السبب الذي يكمن وراء حدوث شيء ما، وهذا ما توصل إليه الخبراء وأثبتته التقارير. فهم يكونون أكثر سعادة لملء الثغرات في معرفتنا بالتفسيرات التي تكون خاطئة أكثر من كونها صحيحة.

دايف: يمكنني أن أرتبط شخصيًّا بهذا التحيز. فأنا أذكر أني قمت سابقاً بشراء أسهم التكنولوجيا في يوليو ٢٠٠٠م. ولقد قام الوسيط الخاص بي بمقارنة هذه الشركات بالموردين الذين يقومون بتوفير العتاد للمتهافتين على الذهب عام ١٨٥٠م. ويبدو ذلك مثل مقارنة ثاقبة في ذلك الوقت، ولكن في الحقيقة كانت الأوضاع مختلفة جداً. وإنه لمن المثير للاهتمام أن الوسيط الخاص بي الذي كان من المفترض أن يكون خبيراً، كان يخضع لنفس الثقة المفرطة التي كانت لديّ.

المستشار في الاستثمار: يوجد في الواقع دليل على أن الخبراء أكثر عرضة للثقة المفرطة مقارنةً بغير الخبراء. فلقد تم تدريب الخبراء على تحليل العالم بطريقة معينة، ويقومون ببيع نصائحهم على أساس إيجاد دليل مدعم وغير متعارض[١٨]. تذكر فشل المحللين عام ٢٠٠٠م في تغيير توقعاتهم الربحية في قطاع التكنولوجيا، بالرغم من أن الأخبار قد أشارت إلى أن هناك شيئاً ما خاطئ بشدة في وجهات نظرهم عن الصناعة ككل. وبعد تغذية التوقعات المتفائلة من قِبل الشركات لسنوات عديدة، لم تكن هناك أي فكرة لدى المحللين عن كيفية تفسير الأخبار المتشائمة، ولقد قام معظمهم بتجاهلها.

ويعد الميل إلى التخلص من الأخبار السيئة أكثر وضوحاً بين المحللين في قطاع الإنترنت. فلقد كان العديد من المحللين مقتنعاً جداً بأن هذه الأسهم كانت

موجة المستقبل. على الرغم من تدفق الأخبار المروعة، قام العديد بخفض منزلة الأسهم فقط بعد سقوطها بنسبة ٨٠٪ أو ٩٠٪.

وتخلق مواجهة الأخبار التي لا تتوافق مع رأي العالم ما يسمى بالتنافر المعرفي. ويعد التنافر المعرفي حالة من عدم الراحة التي يتم التعرض لها عند معالجة الدليل الذي يتعارض مع وجهات نظرنا، أو يقترح أن قدراتنا وأفعالنا ليست جيدة بما فيه الكفاية كما نعتقد، ونظهر جميعنا ميلاً طبيعياً للحد من هذا الإزعاج، الذي يجعل من الصعب علينا إدراك الثقة المفرطة لدينا.

نظرية الاحتمال، وقعت الخسارة، والقرار بالاحتفاظ بالصفقات الخاسرة:

دايف: لقد فهمت. هل يمكننا التحدث عن الأسهم الفردية؟ لماذا أقوم بالاحتفاظ بالعديد من الأسهم الخاسرة في محفظتي الاستثمارية؟

المستشار في الاستثمار: تذكر أنني قلت من قبل أن كانيمان وتفيرسكي قد بدآ التمويل السلوكي مع نظرية الاحتمال، وكان يوجد مفهوم رئيسي في نظريتهم يتمثل في أن الأفراد يشكلون نقطة مرجعية يحكمون من خلالها على أدائهم. ولقد وجد كل من كانيمان وتفيرسكي أنه من خلال هذه النقطة المرجعية، يكون الأفراد أكثر استياءً من خسارة مقدار معين من المال عن ربح نفس المقدار من المال. ويُسمي الباحثون هذا السلوك بسلوك كراهية الخسارة، ويقترحون أن القرار بالاحتفاظ بالاستثمار أو بيعه سوف يكون له تأثير كبير، ويمكن للأسهم من خلاله الصعود أو الهبوط. بعبارة أخرى، سواء أكان لديك مكسب أم خسارة.

دايف: خطوة واحدة في وقتٍ واحد. ما هذه النقطة المرجعية التي تتحدث عنها؟

المستشار في الاستثمار: دعني أسألك سؤالاً. عندما تقوم بشراء الأسهم، كيف تقوم بتتبع أدائها؟

دايف: لقد قمت بحساب مقدار الأسهم التي صعدت أو هبطت منذ الشراء.

المستشار في الاستثمار: بالضبط. غالباً ما تكون النقطة المرجعية هي سعر الشراء الذي يقوم المستثمرون بدفعه للأسهم، ويركز المستثمرون اهتمامهم على هذه النقطة

المرجعية من أجل استبعاد أي معلومات أخرى. ولقد أشار ريتشارد تالر من جامعة شيكاغو، والذي قام بعمل ابتكاري في سلوك المستثمرين، إلى ذلك بأنه محاسبية عقلية أو تأطير ضيق[١٩].

فعندما تقوم بشراء الأسهم، يمكنك فتح حساب عقلي بسعر الشراء كنقطة مرجعية. وبالمثل، عندما تقوم بشراء مجموعة من الأسهم معاً، سواء أكنت ستفكر في الأسهم بشكل فردي أو ربما تقوم بتجميع الحسابات معاً[٢٠]، وسواء ما إذا كانت الأسهم الخاصة بك تظهر ربح أو خسارة، فسوف تؤثر على قرارك بالاحتفاظ بالأسهم أو بيعها. وعلاوة على ذلك، في الحسابات ذات الخسائر المتعددة، من المرجح أن تقوم بتجميع الخسائر الفردية معاً؛ لأن التفكير في خسارة واحدة كبيرة يكون أسهل عليك من التفكير في العديد من الخسائر الصغيرة، ويصبح تجنب تحقيق الخسائر هو الهدف الأساسي للعديد من المستثمرين.

دايف: إنك على حق. يخيفني التفكير في تحقيق تلك الخسائر في الأسهم التكنولوجية الخاصة بي.

المستشار في الاستثمار: يعد ذلك رد فعل طبيعي تماماً. ويعد فخرك من أحد الأسباب الرئيسية التي تجعلك تتجنب البيع في حالة الخسارة. ويتضمن كل استثمار التزام عاطفي ومالي يجعل من الصعب تقييمه بموضوعية. وإنك تشعر بتحسن بأنك قمت ببيع أسهم الإنترنت بربح صغير، ولكن لم تظهر أسهم الشبكات التي اشتريتها في وقت لاحق أي ربح، وحتى أنك تتمسك بهذه الأسهم ولكنك تشتري المزيد، على أمل استعادتها.

وتتنبأ نظرية الاحتمال بأن العديد من المستثمرين سوف يكونون متشابهين في موقفك الخاص بك. وبالتالي، يزيد معدل المخاطرة، في محاولة للحصول على ذلك[٢١]. ومن المثير للاهتمام أن الباحثين قد وجدوا أن الأفراد يقومون ببيع الصناديق التعاونية التي فقدت المال، ويقومون بمتابعة الأرباح المسجلة. ويوجد تفسير جيد للتمويل السلوكي لذلك. فمع الأموال، يمكن للمستثمرين إلقاء اللوم علي مدير الصندوق لاختيار الأسهم السيئة، التي لا يمكنك أن تقوم بها إذا قمت باتخاذ القرارات الخاصة عن الأسهم التي تقوم بشرائها[٢٢].

دايـــف: لم أقم أبـداً بشراء أي صناديـق تعاونية. ولذلك، لا يمكننـي إلا أن ألوم نفسي فيما يتعلق بخسـائري. وإنني أعتقد أن شراء المزيد من الحصص عندما ينخفض السـعر، من شـأنه أن يزيد من فرصي في تعويض خسـائري عندما يتم استعادة السعر.

المستشـار في الاستثمار: أنت والملايين من المسـتثمرين الآخرين. وقد كتب ليروي جروس عام ١٩٨٢م دليلاً لوسطاء الأوراق المالية التي سمى فيها هذه الظاهرة بالحصول على مرض[٢٣]. فهو يرى أن هذه الظاهرة ربما تُحدث المزيد من التدمير للمحافظ أكثر من أي خطأ آخر، وإنه لمن الصعب علينا الاعتراف بأننا قمنا بتحقيق استثمار سـيئ، وإنه لمن الأصعب علينـا الاعتراف بهذا الخطأ للآخريـن. ولكن كي تكون مستثمراً ناجحاً، لا يوجد لديك أي خيار سوى القيام بذلك، ويجب اتخاذ القرارات الخاصة بالمحفظة الخاصة بك علي أساس النظر إلى الأمام. وما حدث في الماضي لا يمكن أن يتغير. إنها تمثل تكلفة منهارة كما يطلق عليها خبراء الاقتصاد. وعندما لا تبدو التوقعات جيدة، قم ببيع الأسهم سواء كنت خاسراً أم لا.

دايـف: انا أعتقد أن الأسهم كانت رخيصة عندما قمت بشراء المزيد من الحصص. فلقد كان العديد منها أقل من ٥٠٪ أو أقل من مستوياتها القياسية.

المستشـار في الاسـتثمار: مقارنة بماذا الرخص؟ هل رخيصة مقارنة بأسـعارها السـابقة أم آفاقها المستقبلية؟ إنك اعتقدت أن سعر ٤٠ للأسهم الذي كان ٨٠، يجعل الأسهم رخيصـة. ما لم تفكر فيه أبداً، هو إمكانية أن سـعر ٤٠ لا يـزال مرتفعاً للغاية. ويدل ذلك على نتيجة أخرى من نتائج كانيمان وتفيرسكي السلوكية، وهي: الرسو أو ميـل الأفراد إلى مواجهة القرارات المعقدة، باسـتخدام مرسـاة أو عدد مقترح لتكوين الحكم[٢٤]. ويعد الاعتقاد بالسـعر الصحيح للسـهم مهمة معقدة. فمن الطبيعي اسـتخدام سعر الأسـهم المذكورة مؤخراً كمرساة ثم الحكم على السعر الحالي للصفقة.

دايـــف: إذا قمت باتباع نصيحتك وقمت ببيع الأسـهم الخاسرة عندما تكون التوقعات قاتمة، كأنني سأقوم بتسجيل الكثير من الخسائر في الصفقات الخاصة بي.

المستشــار في الاســتثمار: جيد! معظم المســتثمرين يقومون بالعكس تماماً، على حسابهم. ولقد أظهرت الأبحاث أن المســتثمرين يقومون ببيع الأســهم بربح ٥٠ ٪ أكثر في كثير من الأحيان، مقارنةً ببيع الأســهم للخســارة[٢٥]. ويعني ذلك أن الأسهم التي تكون فوق سعر الشراء بحوالي ٥٠٪، أكثر عرضة للبيع مقارنةً بالأسهم التي تظهر خســارة. ويقوم التجار بذلك على الرغم من أن ذلك يعد إســتراتيجية سيئة، من وجهــة نظر التداول ومن وجهة نظر الضرائــب. دعني أخبرك: تاجر قصير النظر قمــت بتقديم نصيحة ناجحة لــه. فلقد أوضح لي أن ٨٠٪ مــن صفقاته تحقق النقود، ولكن أسهمه كانت منخفضة بشكل عام، حيث إنه خسر الكثير من المال في صفقاته الخاسرة مقارنــةً بصفقاته الناجحة. وبعد أن قمت بتقديم النصيحة له، أصبح تاجراً ناجحاً. الآن، يقول لي: إن ثلث صفقاته فقط تحقق الربح، ولكن أســهمه تســير على نحو جيد. عندما لا تسير الأمور على النحو المخطط له، يقوم بالتخلص من صفقاته الخاسرة بسرعة، في حين يحتفظ بصفقاته الرابحة. ويوجد قولٌ مأثور على أحد الجدران بالشــارع يلخص التداول الناجح «قم بالتخلص من خسائرك بسرعة، ودع الفائزة تحلق».

القواعد لتجنب المصائد السلوكية:

دايـــــف: لا أشــعر بالاطمئنان بشــكل كافٍ للتداول قريباً مرة أخــرى. أريد فقط تعلم إســتراتيجية صحيحــة طويلة المدى. كيــف يمكنني التخلص من هــذه المصائد السلوكية، وأن أكون مستثمراً ناجحاً على المدى الطويل؟

المستشــار في الاســتثمار: دايف، أنا ســعيد بأنك لم تقم بالتداول، حيث إن التداول يكون صحيحــاً فقط لدى جــزء صغير جداً من عمــلائي. ولكي تكون مســتثمراً ناجحاً عــلى المدى الطويــل، يجب عليك أن تقوم بتحديد قواعــد وحوافز للحفاظ على الاستثمارات الخاصة بك على المسار، ويُسمى ذلك بالالتزام المسبق[٢٦]. قم بتحديد قاعدة توزيع الأصول وتمســك بهــا. وإذا كان يوجد لديك قدر كافٍ من المعرفة، فيمكنك القيام بذلك بنفســك، أو يمكنك القيام بذلك مع مستشــار في الاستثمار. لا تحــاول أن تخمن مرة ثانية القاعدة الخاصة بك. نذكر أن العوامل الأساســية

التي تستخلص العوائد متغيرة، أقل بكثير مما نعتقد أننا نشاهد السوق في الهبوط والصعود يوماً بعد يوم. وتعد إستراتيجية الاستثمار المنضبطة دائماً إستراتيجية ناجحة. وإذا كنت تريد، لا يجب عليك القضاء على التداول الخاص بك تماماً. فإذا قمت بشراء الأسهم للتداول قصير المدى، قم بتكوين نقطة بيع مطلقة لتقليل الخسائر الخاصة بك. إنك لا تريد ترك خسائرك تتراكم. وبالمنطق، سوف تعود الأسهم في النهاية. أيضاً، لا تخبر أصدقاءك عن الصفقات الخاصة بك. فالتطلع إلى توقعاتهم سوف يجعلك أكثر تردداً في أخذ الخسارة وتعترف أنك كنت على خطأ.

دايف: يجب عليّ الاعتراف بأنني قد استمتعت في كثير من الأحيان بالتداول.

المستشار في الاستثمار: إذا كنت استمتعت فعلاً بالتداول، قم بإنشاء حساب صغير للتداول يكون منفصل تماماً عن بقية المحفظة الاستثمارية الخاصة بك، ويجب أن يتم دفع جميع تكاليف الوساطة وجميع الضرائب من هذا الحساب. اعتبر أن المال الذي وضعته في حساب التداول هذا قد يفقد بالكامل؛ لأنه ربما يحدث ذلك. ولا يجب عليك أبداً تجاوز الحد الذي وضعته لمقدار الأموال التي وضعتها في الحساب. وإذا لم يفلح ذلك، أو إذا شعرت بالتوتر فيما يتعلق بالسوق أو كنت مُكرهاً على التداول، قم بالاتصال بي ويمكنني تقديم المساعدة لك. ووفقاً للتقارير الإخبارية، يوجد بعض التجار الذين يقومون بإنشاء برامج تداول مجهولة مصممة؛ لمساعدة الأفراد الذين لا يمكنهم مقاومة إغراءات التداول في كثير من الأحيان[٢٧]. ربما يجب عليك التعرف على هذه البرامج.

كراهية الخسارة قصيرة النظر، ومراقبة المحفظة الاستثمارية، وعلاوة خطورة الأسهم:

دايف: نظراً لمدى سوء ما كنت أفعله في السوق، أفكر في التخلي عن الأسهم والتمسك بالسندات، على الرغم من أنني أعرف أنه على المدى الطويل يعد ذلك فكرة سيئة جداً. كم مرة يمكن أن تقترح لي مراقبة محفظة الأسهم الخاصة بي؟

المستشار في الاستثمار: يعد ذلك سؤالاً مهماً. إذا كنت تشتري الأسهم، فإنه من المحتمل جداً أن القيمة سوف تنخفض أقل من السعر الذي قمت بدفعه، ولكن بعد فترة

قصيرة من عملية الشراء. ولقد سبق وأن تحدثنا عن كيف أن كراهية الخسارة تجعل هذا الانخفاض مقلقاً للغاية. ومع ذلك، من منطلق أن الاتجاه الطويل المدى في الأسهم في تصاعد، فإذا قمت بالانتظار لفترة من الوقت قبل فحص المحفظة الخاصة بك، فإن هناك احتمالاً أن ترى الخسائر في انخفاض.

قام خبيران اقتصاديان بيرنارتز وريتشارد تالر باختبار ما إذا كانت فترة المراقبة تؤثر على الاختيار بين الأسهم والسندات[٢٨]. فلقد قاموا بإجراء تجربة تعلُّم، سمحوا فيها للأفراد برؤية عائداتهم الخاصة بفئتين من الأصول الغير محددة. ولقد أظهرت إحدى المجموعات العوائد السنوية على الأسهم والسندات، وأظهرت المجموعة الأخرى نفس العوائد. ولكن بدلاً من كونها سنوية، كانت العوائد تجميعاً خلال فترات من خمس أو عشر أو عشرين سنة، ثم طُلب من المجموعات اختيار تخصيص بين الأسهم والسندات، وقامت المجموعة التي شاهدت العوائد السنوية باستثمار بنسبة ضئيلة في الأسهم، مقارنةً بالمجموعة التي شاهدت العوائد المجموعة في فترات أطول. ويعد ذلك بسبب أن التقلبات قصيرة المدى في الأسهم تُثني الأفراد عن اختيار هذه الفئة من الأصول، بالرغم من أن الفترات الأطول كانت ذات اختيار أفضل بشكل واضح.

ولقد أشير إلى هذا الميل إلى اتخاذ القرارات في ظل التقلبات قصيرة المدى في السوق، إلى وجود كراهية الخسارة قصيرة النظر. وخلال الفترات الطويلة، تؤثر احتمالية الأسهم التي تظهر الخسارة تأثيراً أقل على المستثمرين، من خلال كراهية الخسارة التي يمكن أن تتمثل في التمسك بالأسهم في حال مراقبة الأداء بشكل أقل تكراراً.

دايف: هذا صحيح جداً. عندما نظرت إلى الأسهم على مدى قصير جداً، كان يبدو أنها محفوفة بالمخاطر لدرجة أنني تساءلت: لماذا يحتفظ أي شخص بهم؟ ولكن على المدى الطويل، كان الأداء المتفوق للأسهم ساحقاً، ولقد تعجبت لماذا لا يحتفظ أي شخص بالأسهم!

المستشار في الاستثمار: بالضبط. ولقد افترض كل من بيرنارتز وتالر أن كراهية الخسارة قصيرة النظر تعد الأساس في حل معضلة الأسهم[٢٩]. وعلى مدى سنوات،

حاول خبراء الاقتصاد معرفة لماذا يكون لدى الأسهم عوائد أكثر بكثير عن استثمارات الدخل الثابتة. ولقد أظهرت الدراسات على مدى عشرين عاماً أو أكثر أن المحفظة المتنوعة من الأسهم، لا تقدم فقط عوائد مرتفعة بعد الانخفاض، وإنما تكون أكثر أماناً من السندات الحكومية. ولكن نظراً لتركيز المستثمرين على أفق الاستثمار الذي يكون قصير جداً، تكون الأسهم خطِرة للغاية، ويجب أن يتم تحفيز المستثمرين من أجل الاحتفاظ بالأسهم. وإذا قام المستثمرون بتقييم محافظهم بشكل أقل تكراراً، ربما تنخفض علاوة قسط التأمين بشكل كبير.

ولقد أوضح بيرنارتزي وتالر أن العلاوة الكبيرة للأسهم، تتفق مع كراهية الخسارة قصيرة النظر والمراقبة السنوية للعوائد. ولكنهم أوضحوا أيضاً أنه في حالة قيام المستثمرين بتقييم مخصصات المحفظة الخاصة بهم مرة واحدة كل عشر سنوات، سوف تحتاج علاوة قسط التأمين أن تكون ٢٪ فقط من أجل إغراء المستثمرين إلى الأسهم. وبدون فترة تقييم لمدة عشرين سنة، سقطت العلاوة إلى ١,٤٪ فقط، ويمكن أن تغلق عند ١٪ إذا بلغت فترة التقييم ثلاثين عاماً. وقد ترتفع أسعار الأسهم بشكل كبير جداً من أجل تقييم علاوة قسط التأمين إلى هذه المستويات المنخفضة.

دايف: هل تقول: إنه ربما يجب عليّ عدم النظر إلى الأسهم الخاصة بي بشكل متكرر؟

المستشار في الاستثمار: يمكنك النظر إليها كلما أردت ذلك، ولكن لا تقم بتغيير إستراتيجية المدى الطويل الخاصة بك. تذكر تكوين القواعد والحوافز، والتزم بتخصيص المحفظة الاستثمارية طويلة المدى، ولا تقم بتغييرها إلا إذا كان هناك دليل كبير على أن قطاعاً معيناً قد أصبح مبالغاً فيه من ناحية السعر إلى حد كبير، مقارنةً بالأساسيات الخاصة به، مثلما فعلت أسهم التكنولوجيا في قمة الفقاعة.

استثمار بالاتجاه المعاكس وثقة المستثمر:

إستراتيجيات تعزيز عوائد المحفظة الاستثمارية:

دايف: هل هناك طريقة للمستثمر كي يستفيد من الضعف السلوكي للآخرين ويربح عوائد مجزية منهم؟

المستشار في الاستثمار: ربما يكون الوقوف بعيداً عن الحشد مربحاً جداً، ويُسمى المستثمر الذي يقوم بأخذ رأي مختلف: مستثمراً بالاتجاه المعاكس؛ المستثمر الذي يقوم بمعارضة الرأس السائد. ولقد تم وضع إستراتيجية الاتجاه المعاكس من قِبل همفري ب نيل في كتيب بعنوان «يدفع كي يكون في الاتجاه المعاكس»، والتي نشرت لأول مرة عام ١٩٥١م، وتحولت فيما بعد إلى كتاب بعنوان «فن التفكير المعاكس»، ولقد أعلن نيل من خلالها أنه «عندما يقوم كل شخص بالتفكير بطريقة مماثلة، فمن المحتمل أن يكون كل شخص خاطئاً»[٣٠].

وتعتمد بعض مداخل الاتجاه المعاكس على مؤشرات سيكولوجية مثل ثقة المستثمر. وتتمثل الفكرة الأساسية في أن معظم المستثمرين يكونون متفائلين على نحو غير ملائم، عندما تكون أسعار الأسهم مرتفعة، ومتشائمين على نحو غير ملائم عندما تكون الأسهم منخفضة.

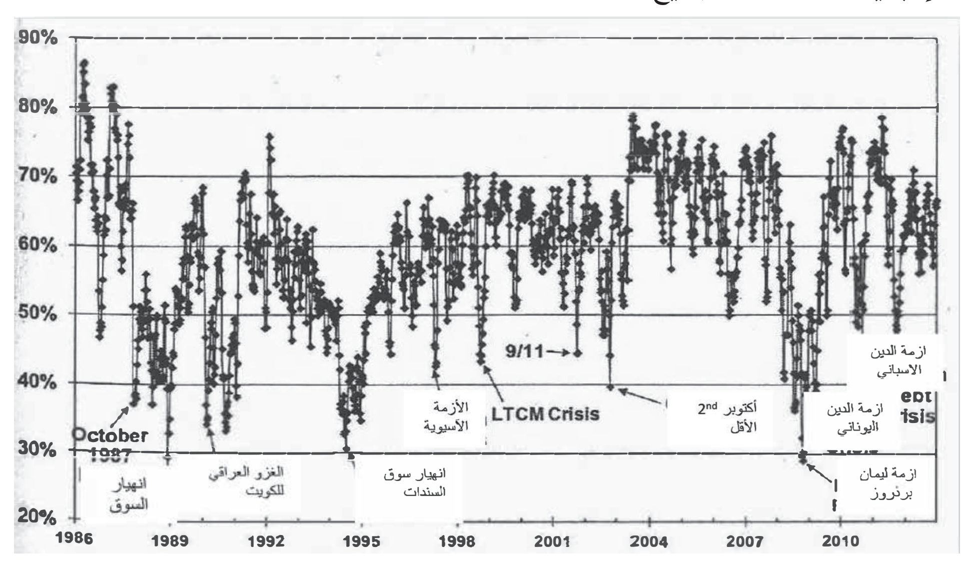
ولا يعد ذلك بمفهوم جديد. فلقد قال المستثمر العظيم بنيامين جرهام منذ ما يقرب من ثمانين عاماً أن «سيكولوجيا المضارب تناضل بقوة ضد نجاحه. فمن خلال السبب والنتيجة، يكون أكثر تفاؤلاً عندما تكون الأسعار مرتفعة، ويكون أكثر عبوساً عندما تكون الأسعار منخفضة»[٣١].

دايف: ولكن كيف يمكنني أن أعرف متى يكون السوق متشائماً جداً ومتفائلاً جداً؟ أليس ذلك غير ذاتي؟

المستشار في الاستثمار: ليس تماماً. فلقد قامت شركة مقرها في نيو روشيل بنيويورك بنشر أحد المؤشرات طويلة المدى لثقة الاستثمار، ذكاء المستثمرين. فعلى مدى الخمسين عاماً الماضية، قامت الشركة بتقييم النشرات الإخبارية الخاصة بالسوق؛ من أجل تحديد ما إذا كان كل حرف صاعداً أم هابطاً أم محايداً للتوجهات المستقبلية الخاصة بالأسهم.

ووفقاً لبيانات ذكاء المستثمرين، قمت بحساب مؤشر ثقة المستثمر عن طريق إيجاد نسبة النشرات الإخبارية الصاعدة، بالإضافة إلى النشرات الإخبارية الهابطة (وقمت بحذف الفئة المحايدة)، ثم قمت بقياس عوائد الأسهم اللاحقة على هذه القراءات. ويوضح الشكل (٢٢-١) مؤشر ثقة المستثمر منذ يناير ١٩٨٦م. ولقد صاحب سقوط أكتوبر ١٩٨٧م بتشاؤم من

قِبل المســتثمر. وعلى مدى السنوات القليلة المقبلة، وعندما انخفض السوق، مثلما حدث في مايو وديسمبر ١٩٨٨م وفبراير ١٩٩٠م، خاف المستثمرون من حدوث انخفاض آخر، وانخفضت الثقة بشــكل حاد، كما ســقط الاتجاه الصاعد إلى أقل من ٥٠٪ خــلال غزو العراق للكويت، وانهيار سوق السندات عام ١٩٩٤م؛ والأزمة الأسيوية في أكتوبر ١٩٩٧م؛ وإنقاذ الإدارة المالية طويلة المدى في أواخر صيف ١٩٩٨م؛ وهجمات الحادي عشر من ســبتمبر ٢٠٠١م؛ وانخفاض السوق في أكتوبر ٢٠٠٢م. ولقد انخفضت الثقة أيضاً إلى أدنى مستويات السوق الهابطة جداً التي أعقبت الأزمة المالية عام ٢٠٠٨م، كما انخفضت خلال أزمات الديون السيادية اليونانية والإسبانية. ولقد كانت جميع هذه الأوقات أوقاتاً ممتازة للاستثمار.



الشكل (٢٢-١) مؤشر ثقة ذكاء المستثمر، ١٩٨٦م - ٢٠١٢م، مؤشر قياس توجهات المستثمرين

ومن الجدير بالذكر أن قياس تقلبات السوق الضمنية يُحسب بأسعار الخيارات[٣٢]. ويعد القلق في الســوق الذي يمكن قياســه من العلاوات على الخيارات، مرتبطاً سلبياً بشكل كبير بثقة المستثمر.

عدم التحيز للأسهم وإستراتيجية داو ١٠:

دايــف: هل يمكنك استخدام إستراتيجية الاتجاه المعاكس لاختيار الأسهم الفردية؟

المستشــار في الاســتثمار: نعم، يعتقد مســتثمرو الاتجاه المعاكــس أن التقلب بين التفاؤل والتشــاؤم يصيب الأسهم الفردية والسوق ككل. وبالتالي، يمكن لشراء الأسهم غير المتحيزة أن يعد إستراتيجية ناجحة.

ولقد قام كل من ويرنر دي بوندت وريتشــارد تالر بفحص المحافظ الاســتثمارية الخاصــة بكل من الفائزين القدامى في الأســهم والخاسرين؛ من أجل رؤية ما إذا كان المســتثمرون مفرطين في التفاؤل أو التشاؤم فيما يتعلق بالعوائد المستقبلية، من خلال دراسة عوائد الأسهم الماضية[٣٣]. ولقد تم تحليل محافظ الأسهم الرابحة والخــاسرة على مدى خمس ســنوات، ولقد كانت المحافظ التــي كانت فائزة في الخمس سنوات الأخيرة متباطئة عن السوق بحوالي ١٠٪، في حين تخطت العوائد اللاحقة للمحافظ الاستثمارية الخاسرة السوق بحوالي ٣٠٪.

وترتبط أحد التفســيرات المتعلقة بجدوى هذه الإســتراتيجية بالإرشــاد التمثيلي الــذي تم التحدث عنه ســابقاً، ويقوم الأفراد باســتقراء الاتجاهــات الحديثة في أســعار الأســهم بعيداً جداً عن المســتقبل. وبالرغم من وجود بعض الأدلة على أن الزخــم قصير المــدى يعد ذا أثر إيجابي على عوائد الأســهم، إلا أنه على المدى الطويل تفوقت العديد من الأســهم التي كانت منخفضة، وانحدرت الأسهم التي كانت جيدة. وهناك إستراتيجية أخرى تقوم على أساس الأسهم غير المتحيزة التي تُسمى: إستراتيجية داو ١٠ [٣٤].

دايــف: إذا كان يوجد الكثير لاستيعابه من جلسة اليوم، فيبدو أنني قد سقطت في مصائد سلوكية. ومن الأخبار الجيدة أنني لم أكن بمفردي في هذا الوضع، وأن استشارتك قد ساعدت مستثمرين آخرين.

المستشار في الاستثمار: ليس فقط تم مساعدتهم، ولكنهم أيضاً ازدهروا. فبالنسبة للعديد من الأفراد، يتطلب النجاح في الاســتثمار معرفة أعمق بكثير لأنفســهم، أكثر مما يفعلــه نجاحهــم في وظائفهم أو حتــى علاقاتهم الشــخصية. ويوجد الكثير من الحقيقة التي تكمن وراء القول المأثور الذي ينص على أن «ســوق الأوراق المالية يعد مكاناً مكلفاً جداً كي تعرف من أنت».

الهوامش:

1. David Dreman, Contrarian Investment Strategies: The Next Generation, New York.

2. Frank J. Williams,If You Must Speculate, Learn the Rules, Burlington, VT. Freiser Press,.

3. Daniel Kahneman and Amos Tversky, Prospect Theory: An Analysis of Decision.

4. Robert Shiller, “Stock Prices and Social Dynamics,” Brookings Papers on Economic.

5. Robert Shiller, “Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Simon & Schuster, 1998. 1930. Under Risk,” Econometrica, vol. 47, no. 2 (March 1979). Activity, Washington, DC: Brookings Institution, 1984. Movements in Dividends? American Economic Review, vol. 71, no. 3 (1981), pp. 421-436. See Chapter 19 for further discussion.

6. Solomon Asch, Social Psychology, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1952.

7. Morton Deutsch and Harold B. Gerard, “A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgment,” Journal of Abnormal and Social Psychology, vol. 51 (1955), pp. 629-636.

8. Charles Mackay, Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds, London: Bentley, 1841.

9. See James Surowiecki, The Wisdom of Crowds, New York: Anchor Books, 2005.

10. Robert Shiller, “Conversation, Information, and Herd Behavior” American Economic Review, vol. 85, no. 2 (1995), pp. 181-185; S. D. Bikhchandani, David Hirshleifer and Ivo Welch, “A Theory of Fashion, Social Custom and Cultural Change,” Journal of Political Economy, vol.81 (1992), pp. 637-654; and Abhijit V. Banerjee, “A Simple Model of Herd Behavior,” Quarterly Journal of Economics, vol. 107, no. 3 (1992), pp. 797-817.

11. Brad Barber and Terrance Odean, “Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors,” Journal of Finance, vol. 55 (2000), pp. 773-806.

12. B. Fischhoff, P. Slovic, and S. Lichtenstein, “Knowing with Uncertainty: The Appropriateness of Extreme Confidence,” Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance, vol. 3 (1977), pp. 552-564.

13. A. H. Hastorf, D. J. Schneider, and J. Polefka, Person Perception, Reading, MA:

14. For reference to a model that incorporates success as a source of overconfidence, see of Addison-Wesley, 1970. This is also called the Fundamental Attribution Error Simon Gervais and Terrance Odean, “Learning to Be Overconfident,” Review Financial Studies, vol. no. 1 (2001), pp. 1-27.

15. For references to models that incorporate the representative heuristic as a source of overconfidence, see either N. Barberis, A. Shleifer, and R. Vishny, “A Model of Investor Sentiment,” National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 5926, NBER, Cambridge, MA, 1997, or

Kent Daniel, David Hirshleifer and Avandihar Subrahmanyam, Investor Psychology and Security Market Under-and Overreactions, Journal of Finance, vol. 53, no. 6 (1998), pp. 1839-1886.

16. For a reference to data mining, see Andrew Lo and Craig MacKinlay, Data-Snooping Biases in Tests of Financial Asset Pricing Models, Review of Financial Studies, vol. 3, no. 3 (Fall 1999), pp. 431-467.
17. See Nassim Taleb, Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and the Markets, 2005.
18. Dreman, Contrarian Investment Strategies.
19. Richard Thaler, “Mental Accounting and Consumer Choice,” Marketing Science, vol 4, no. 3 (Summer 1985), pp. 199-214 and Nicholas Barberis, Ming Huang and Richard H. Thaler, “Individual Preferences, Monetary Gambles, and Stock Market Participation: A Case for Narrow Framing,” The American Economic Review, vol. 96, no. 4 (Sep., 2006), pp. 1069-1090.
20. Richard H. Thaler. “Mental Accounting Matters,” Journal of Behavioral Decision Making, vol. 12 (1999), pp. 183-206.
21. Hersh Shefrin and Meir Statman, “The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence,” Journal of Finance, vol. 10, no. 3 (1985), pp. 777-792.
22. See Tom Chang, David Solomon, and Mark Westerfield, “Looking for Someone to Blame: Delegation, Cognitive Dissonance, and the Disposition Effect,” May.
23. Leroy Gross. The Art of Selling Intangibles. New York: New York Institute of Finance.
24. Amos Tversky and Daniel Kahneman, Judgment Under Uncertainty: Heuristics.
25. Terrance Odean, Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? Journal of.
26. Hersh Shefrin and Richard Thaler, “An Economic Theory of Self-Control,” Journal of 2013. 1982 and Biases,” Science, vol. 185 (1974) pp. 1124-1131 Finance, yol. 53, no. 5 (October 1998), p. 1786. Political Economy. vol. 89, no. 21 (1981), pp: 392-406.
27. See Paul Sloan, “Can’t Stop Checking Your Stock Quotes,” U.S. News & World Report. July 10, 2000.
28. Shlomo Bernartzi and Richard Thaler, “Myopic Loss Aversion and the Equit Premium Puzzle” Quarterly Journal of Economics, 1995, pp. 73-91.
29. See Chapter 5 for a further description of the equity premium puzzle.
30. Humphrey B. Neill, The Art of Contrary Thinking, Caldwell, ID: Caxton Printers 1954, p. 1.
31. Benjamin Graham and David Dodd, Security Analysis, New York: McGraw-Hill, 1934, p. 12.
32. A discussion of the VIX is found in Chapter 19.

33. Werner F. M. De Bondt and Richard H. Thaler, “Does the Stock Market Overreact?” Journal of Finance, vol. 49, no. 3 (1985), pp. 793-805. This strategy is discussed in great detail in Chapter 12.

الجزء الخامس

تكوين ثروة من خلال الأسهم



الفصل الثالث والعشرون

أداء الصندوق، والفهرسة، وضرب السوق

«يوجـد لدي القليل من الثقة في قدرة المحللين، ناهيك عن المسـتثمرين غير المتدربين، لاختيار الأسهم العادية التي تحقق أكثر من النتائج المتوسطة. ونتيجة لذلك؛ أنا أشعر بأنه يجب أن تكون المحفظة الاسـتثمارية المعيارية منسوخة، أكثر أو أقل، عن مؤشر داو جونز الصناعي».

بنيامين جراهام، ١٩٣٤م[١].

كيف يمكن لمستثمري المؤسسات أن يأملوا التفوق في السوق، في التأثير، فهم السوق؟

تشارلز دي إيلز، ١٩٧٥م[٢].

يوجد قصة قديمة عن وول ستريت: ذهب اثنان من مديري صناديق الأسهم الكبيرة إلى مخيم في حديقة وطنية، وبعد إقامة المخيم، ذكر المدير الأول للمدير الآخر أنه سمع حارس الحديقة يحذر من أنه يتم رؤية الدِببة السـوداء حول المخيم. ابتسـم المدير الثاني وقال: «أنا لسـت قلقاً؛ إنني عدَّاء سريع جداً». هز المدير الأول رأسه وقال: «لا يمكنك أن تتفوق في الجـري على الدببة؛ فمن المعروف عنهـا قدرتها على العدو السريع لأكثر من ٢٥ ميل في الساعة من أجل اقتناص فريستها!». أجاب المدير الثاني: «بالطبع، أنا أعرف أنني لا يمكنني التفوق على الدب، ولكن الشيء الوحيد المهم أنه يمكنني التفوق عليك!».

في العـالم التنافسي لإدارة الأموال، يتم قياس الأداء ليس من خلال العوائد المطلقة، وإنما العوائد المرتبطة ببعض المعايير. وتشـمل هذه المعايير بالنسبة للسوق: مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠، ويلشاير ٥٠٠٠، ومؤشرات الأسهم العالمية أو المؤشرات الحديثة النمطية الشائعة في وول ستريت. ولكن يوجد فرق في غاية الأهمية حول الاستثمار مقارنةً بأي نشاط تنافسي افـتراضي آخر؛ فمعظمنا لا يوجد لديه فرصة في أن يكـون جيداً مثل مجموعة من الأفراد

الذيـــن يمضون ســاعات في صقــل مهاراتهم، ولكن يمكن لأي شــخص أن يكــون جيداً مثل المستثمر العادي في سوق الأوراق المالية بدون أية ممارسة على الإطلاق.

ويســتند ســبب هذا البيان المفاجــئ إلى حقيقة بســيطة جداً تتمثــل في أن: مجموع ممتلكات جميع المستثمرين يجب أن يكون مساوياً للسوق، ويجب أن يكون أداء السوق، من حيث التعريف، هو الأداء المرجح لمتوسط الدولار لكل مستثمر. وبالتالي، بالنسبة لكل دولار لدى المستثمر يفوق أداء السوق، يجب أن يكون هناك دولار آخر للمستثمر أقل من أداء الســوق. ومن خلال مطابقة الأداء فقط للسوق بشكل عام، يمكنك ضمان عدم القيام مما هو أسوأ من العادي.

ولكــن كيف يمكنك أن تطابق أداء الســوق ككل؟ حتى عــام ١٩٧٥م، كان هذا الهدف مستحيلا تقريباً على الجميع إلا على المستثمرين الأكثر ثراءً. من يمكنه الاحتفاظ بالحصص في كل شركة من آلاف الشركات المدرجة في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية؟

ومع ذلك، منذ منتصف الســبعينيات، تم تطوير مــؤشر الصناديق التعاونية، وصناديق التداول التجاري كي تتوافق مع أداء مؤشرات الأســهم الواســعة. وعلى مدى العقود القليلة الماضية، كان يمكن للمستثمر العادي أن يطابق الأداء الخاص بمجموعة واسعة من مؤشرات الســوق بتكاليف منخفضة للغاية واســتثمار متواضع للغاية. وعلى مدى السنوات القليلة الماضية، تم تطوير مؤشرات جيدة، اعتماداً على البحوث التي تم مناقشــتها في الفصل الثاني عشر، والتي يمكن أن تسمح للمستثمرين بتحقيق أداء متفوق عن العاديين.

أداء أسهم الصناديق التعاونية:

يدَّعي الكثير أن الســعي لتحقيق الأداء العادي للســوق لا يعد أفضل إستراتيجية. وإذا كان يوجــد تجــار ضعيفو الاطلاع يقومون باســتمرار بتحقيق أداء أقل من الســوق، فربما يكون من الممكن للمســتثمرين المطلعين أو المهنيين الذين يقومون بدراسة الأسهم تحقيق أداء متفوق في الســوق. ولســوء الحظ، لم يدعم الســجل الســابق للغالبية العظمى من هــذه الصناديق المــدارة بفاعلية هذا الافتراض. ويوجد طريقتــان لقياس عوائد الصندوق

طويلة المدى، تتمثل الطريقة الأولى في حساب عوائد جميع الصناديق التي ظلت طوال الفترة التي تم اختبارها، ولكن العوائد طويلة المدى لهذه الصناديق تعاني من تحيز البقاء على قيد الحياة الذي يغالي في العوائد المتاحة للمستثمرين، ويوجد هذا التحيز بسبب انتهاء الصناديق ذات الأداء الضعيف، وتترك فقط الصناديق الأكثر نجاحاً بسجلات متابعة متفوقة يتم تضمينها في البيانات. وتتمثل الطريقة الثانية في حساب العوائد والتي تعد أكثر دقة في حساب الأداء المتوسط عاماً بعد عاماً لأسهم الصناديق التعاونية، التي تكون متاحة للمستثمرين في هذه السنة.

ويوضح الجدول رقم (٢٣-١) جميع هذه الحسابات. ومنذ شهر يناير ١٩٧١م وحتى شهر ديسمبر ٢٠١٢م، كان متوسط عوائد أسهم الصناديق التعاونية بالولايات المتحدة ٩,٢٣٪ سنوياً، ١٪ نقطة خلف مؤشر ويلشاير ٥٠٠٠، و٠,٨٨٪ نقطة خلف مؤشر ستاندرد وبورز ٥٠٠.

وفي الواقع، كانت عوائد الصناديق الباقية أعلى بنسبة ٠,٢٥٪ سنوياً مقارنة بمؤشر ويلشاير ٥٠٠٠، ولكن كان يوجد فقط ٨٦ صندوقاً باقياً من هذه الصناديق من الآلاف. ولقد استثنت جميع هذه الصناديق المبيعات ورسوم التخليص التي يمكن أن تقلل العوائد الصافية للمستثمرين بشكل أكبر[٣].

ولا يحدث الأداء الضعيف للصناديق التعاونية كل عام، حيث يتفوق أداء أسهم الصناديق النشطة في المتوسط عن مؤشر ويلشاير ٥٠٠٠ ومؤشر ستاندرد وبورز ٥٠٠ أثناء الفترة من ١٩٧٥م وحتى ١٩٨٣م، عندما أعطت الأسهم الصغيرة عائداً بشكل مذهل ٣٥,٣٢٪ سنوياً. وتبلي الصناديق التعاونية بلاءً حسناً عندما تتفوق الأسهم الصغيرة في الأداء على الأسهم الكبيرة، حيث يسعى العديد من مديري الأموال إلى تعزيز الأداء عن طريق شراء شركات أصغر حجماً. ولكن منذ عام ١٩٨٣م، عندما انتهى صعود الأسهم الصغيرة، كان أداء الصندوق المشترك العادي أسوأ من الفترة بأكملها، وحتى الصناديق الباقية كانت أضعف في الأداء من مؤشر ويلشاير ٥٠٠٠ خلال العقود الثلاثة الماضية.

الجدول (٢٣-١): أسهم الصناديق التعاونية والعوائد القياسية، ١٩٧١م - ٢٠١٢م

	جميع الصناديق	الصناديق المتبقية	ويلشاير ٥٠٠٠	مؤشر ستاندرد وبورز ٥٠٠	الأسهم الصغيرة	جميع الصناديق ناقص ويلشاير ٥٠٠٠	الصناديق المتبقية ناقص ويلشاير ٥٠٠٠
١٩٧١ - ٢٠١٢	٪٩,٢٣ (٪١٧,٦٧)	٪١٠,٤٨ (٪١٧,٢٧)	٪١٠,٢٣ (٪١٨,١٨)	٪١٠,١١ (٪١٧,٧٤)	٪١١,٨٥ (٪٢١,٩٣)	٪٠,٩٩-	٪٠,٢٥
١٩٧٥ - ١٩٨٣	٪١٨,٨٣ (٪١٢,٩٢)	٪٢٠,٢٨ (٪١٣,٠٦)	٪١٧,٩٤ (٪١٤,٩٨)	٪١٥,٨٤ (٪١٥,٥٩)	٪٣٥,٣٢ (٪١٤,٣٥)	٪٠,٨٩	٪٢,٣٤
١٩٨٤ - ٢٠١٢	٪٨,٩٢ (٪١٧,٠٥)	٪٩,٧٢ (٪١٦,٥٦)	٪١٠,١٩ (٪١٧,٦٣)	٪١٠,٤٤ (٪١٧,٤٤)	٪٨,٥٤ (٪١٨,٩٣)	٪١,٢٧-	٪٠,٤٧-

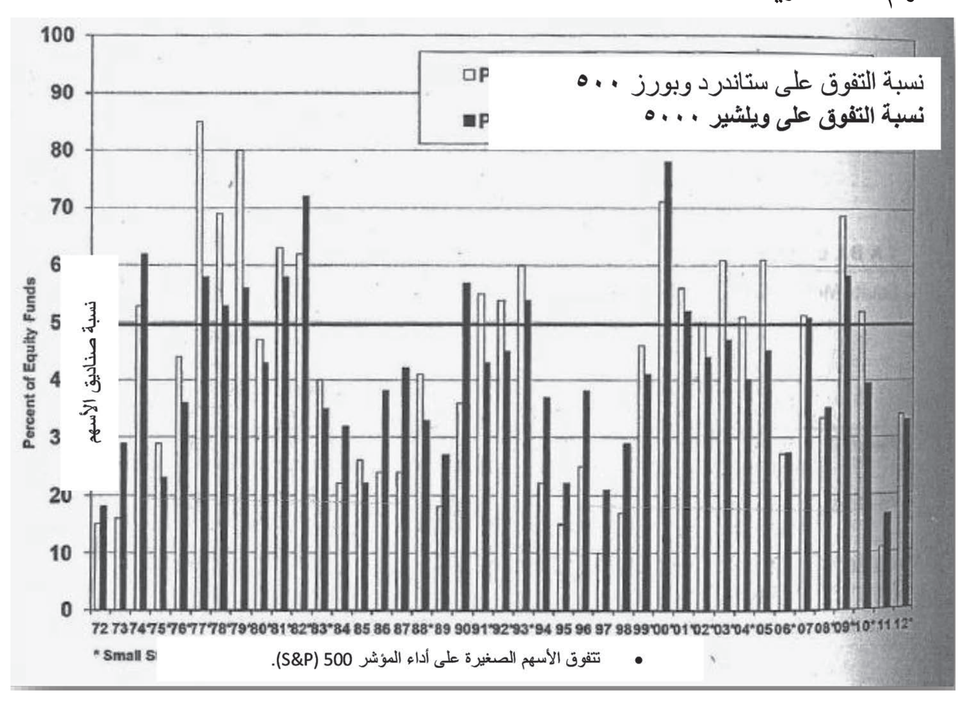
الانحراف المعياري بين قوسين.

ويوضح الشكل (٢٣-١) النسبة المئوية لصناديق الأسهم العامة التي تفوقت على مؤشر ويلشاير ٥٠٠٠ ومؤشر ستاندرد وبورز ٥٠٠ كل عام من ١٩٧٢م وحتى ٢٠١٢م.

وخــلال هذه الفترة والتــي بلغت أربعين عاماً، كان يوجد فقط اثنا عشر عاماً فقط على الوقت الذي تخطت أغلبية الصناديق المشــتركة مؤشر ويلشــاير ٥٠٠٠، وكانت جميع هذه الأعوام فيما عدا عامين منها حدثت خلال الفترة التي شــهدت تفوق الأســهم الصغيرة على الأســهم الكبيرة. وفي السنوات الـ ٢٥ الماضية، كان يوجد فقط ست سنوات، عندما تفوقت أكثر من واحد ونصف من صناديق الأسهم الاستثمارية على السوق الواسع.

ولم يحدث ضعف أداء الصناديق الاستثمارية إلا عام ١٩٧٠م. وفي عام ١٩٧٠م، أذهلت شركــة بيكر للأوراق المالية الشــارع المالي من خلال تجميع ســجلات تتبع لمديري صناديق المعاشــات التقاعدية للشركات. ولقد أظهرت شركة بيكر أن الأداء المتوســط للمديرين كان يقع خلف مؤشر ســتاندرد وبورز ٥٠٠ بمقــدار ١٪ نقطة، وأن ربعها كان قادراً على التفوق في الأداء على السوق[٤]. ولقد اتبعت هذه الدراسة المقالات الأكاديمية، وخاصة تلك المقالات

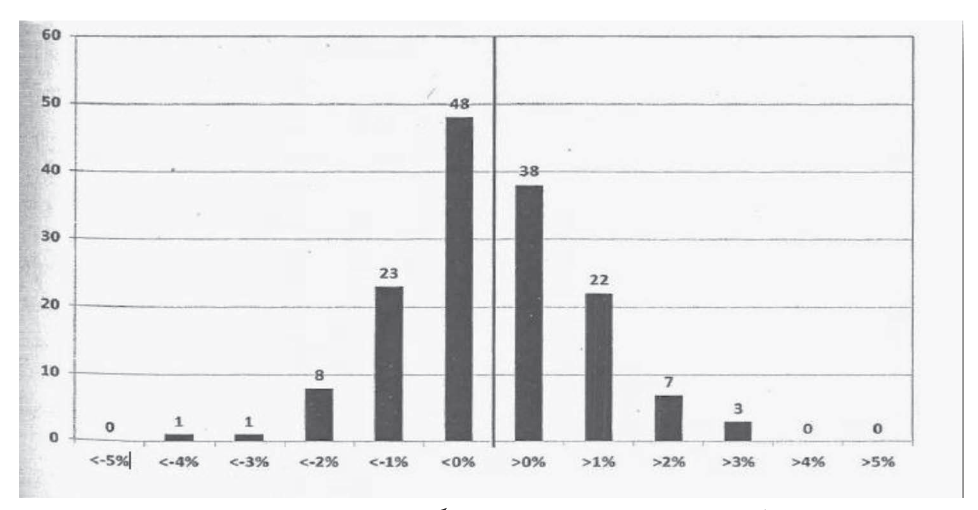
التي كتبها كل من ويليم شــارب وميشــيل جنســن، والتي أكدت على ضعف أداء صناديق الأسهم الاستثمارية.



شكل (٢٣-١): نسبة صناديق الأسهم التي تفوقت في الأداء على مؤشرات السوق، ١٩٧٢م - ٢٠١٢م

ويوضح شكل (٢٣-٢) توزيع الاختلاف بين العوائد ل ٨٦ صندوقاً مشتركاً، والتي صمدت منــذ يناير ١٩٧٢م ومؤشر ويلشــاير ٥٠٠٠. ولقد بقيت ٣٨ فقــط أو أقل من النصف من الـــ ٨٦ صندوقاً على مدى الـ ٣٥ عاماً الماضية، والتي كانت قادرة على التفوق في الأداء على مؤشر ويلشــاير ٥٠٠٠، وكانت ٢٢ منها فقط قادرة على التفوق في الأداء على الســوق بأكثر من ١٪ ســنوياً، في حين كانت ٥٧ فقط منها قد حســنت السوق بحوالي ٢٪ على الأقل. على الجانب الآخر، كانت أكثر من نصف الصناديق الباقية أضعف في الأداء من السوق، وتقريباً نصــف هــذه الصناديق قــد تفوق بمقدار أكثر من ١٪ ســنوياً. وكما ذكــر أعلاه في جدول ٢٣-١، أن العوائد الفعلية على العديد من هذه الصناديق كان أسوأ؛ حيث إن هذه العوائد تستبعد المبيعات ورسوم التخليص.

وبالرغم من الأداء الضعيف بشكل عام لصناديق الأسهم المشتركة، يوجد بعض الفائزين كما هو موضح في الجدول (٢٣-٢). وكان أفضل صندوق مشترك في الأداء خلال الفترة كلها هو صندوق سـيكويا، الـذي يدار من خلال شركة روان الاسـتثمارية، وكانيف وجولدفارب الذي يعطي المسـتثمرين عائداً سـنوياً مقداره ١٤,٢٪ منذ عام ١٩٧٢م وحتى عام ٢٠١٢م، ويتخطـى عائد ويلشـاير ٥٠٠٠ بحوالي ٤٪ من النقاط سـنوياً. ويتبع الصندوق عن كثب فلسـفة وران بافيت، ولديه جزء كبير من حصته في شركة بيركشاير هاثاواي. ويحتل المرتبة الثانية صندوق Z للأسهم المشتركة، الذي يدار من قبل فرانكلين تمبلتون، بعائد يبلغ ١٣,٧٪ سنوياً. ويشغل صندوق ماجلان المرتبة الثالثة حيث يبلغ العائد السنوي له ١٣,٦٪ منذ عام ١٩٧١م وحتى ديسمبر ٢٠١٢م، يليه صندوق أكورن كولومبيا (المعروف سابقاً باسم صندوق أكورن الحر)، الذي يدار من قبل تشارلز ماكويد وروبرت موهن حيث يبلغ عائده ١٢,٩٪.



الشكل (٢٣-٢): أداء صناديق الاستثمار الباقية وفقاً لمؤشر ويلشاير ٥٠٠٠، ١٩٧٢م - ٢٠١٢م

وبالرغـم من هـذه العوائد المتألقة، ربمـا تكون قد لعبت الصدفـة دوراً كبيراً في هذه المؤشرات من التفوق في الأداء. إن احتمالية أن الصندوق قد يتخطى مؤشر ويلشاير ٥٠٠٠ بمقدار ٤٪ من النقاط أو أكثر خلال هذه الفترة بمحض الصدفة فقط كانت ١ في ١٢. ويعني ذلك أن من ضمن الـ ٨٦ صندوقاً التي تم فحصها، قد يتوقع الفرد نجاح سبعة منها، ولكن واحد فقط كان جيداً.

ولا يمكن للحظ أن يفسر أداء ماجلان من عام ١٩٧٧م وحتى عام ١٩٩٠م. فخلال هذه الفترة، قام مختار الأسهم الأسطوري بيتر لينش بإدارة صندوق ماجلان، وتفوق في الأداء على السوق بمقدار مذهل بلغ ١٣٪ سنوياً. ولقد أخذ ماجلان مخاطر أكبر لتحقيق هذا العائد[٥]، ولكن احتمالية أن ماجلان قد يتفوق في الأداء على ويلشـاير ٥٠٠٠ بهذا الهامش من الربح خلال ١٤ عاماً بمحض الصدفة فقط، كان ١ في ٥٠٠,٠٠٠!

جدول (٢٣-٢): الصناديق التعاونية الأعلى في الأداء ١٩٧٢م - ٢٠١٢م

الصندوق التعاوني	العائد السنوي
صندوق سيكويا Sequoia Fund	١٤,٢٪
صندوق Z للأسهم المشتركة Mutual Shares Z	١٣,٧٪
صندوق ماجلان Fidelity Magellan Fund	١٣,٦٪
صندوق أكورن كولومبيا Columbia Acorn Fund	١٢,٩٪
أسعار تي راو لرؤوس الأموال الصغيرة T Rowe Price Small Cap	١٢,٩٪
صندوق كونترا فيدليتي Fidelity Contrafund	١٢,٤٪
مشروع ديفيس نيويورك Davis NY Venture A	١٢,٤٪
أسهم أنفيسكو Invesco Comstock A	١٢,٣٪
صندوق فيدليتي المتقدم المتنوع Fidelity Adv Diversified O	١٢,٢٪
صندوق جانيسJanus Fund D	١٢,١٪
مؤشر ويلشاير ٥٠٠٠	١٠,٢٪
مؤشر ستاندرد وبورز ٥٠٠	١٠,١٪

وينتمـي السـجل الأطـول في الأداء المتفوق إلى وارن بافيت، المسـتثمر الأسـطوري في بيركشـاير هاثاواي، شركة صغيرة للمنسـوجات قام بشرائها عام ١٩٦٥م. ولم يكن بيركشاير جـزءاً من الـشركات التي تم فحصها أعـلاه، حيث إنه صندوق إغـلاق يحتوي على أصول

متداولة وغير متداولة. وقدر العائد السنوي لبافيت منذ عام ١٩٧٢م وحتى ٢٠١٢م بنسبة ٢٠,١٪ سـنوياً، أعلى بحوالي ١٠٪ من النقاط سـنوياً عن مؤشر ستاندرد وبورز ٥٠٠. وتعد احتمالية أن هذا العائد قد تحقق بمحض الصدفة أقل من واحد في البليون.

وفي عام ١٩٨٤م، وتكريماً للذكرى الخمسـين لنشر التحليـل الأمني لجرهام ودود، ألقى بافيت خطاباً في جامعة كولومبيا بعنوان: «المستثمرون العظماء لجرهام ودود فيل»، والتي تضمنت تسعة مديرين ماليين ممن حققوا تفوقاً في أداء السوق باستخدام المدخل المتمركز حـول القيمة الذي نادى بهـا جرهام ودود[٦]. ويدعم افتراض بافيـت بالبيانات الواردة في الفصل الثاني عشر التي توضح الأداء المتفوق للإستراتيجيات ذات القيمة المائلة.

إيجاد مديري الأموال الماهرين:

من السـهل أن تحدد أداء وارن بافيت وبيتر لينش بسـبب مهارتهم في اختيار الأسـهم، ولكن بالنسـبة لمديري المحافظ الاسـتثمارية الأكثر هلاكاً، يكون من الصعب للغاية تحديد بأي درجة من الثقة ما إذا كانت العوائد الأعلى من الأموال بسبب المهارة أم بمحض الصدفة. ويوضح الجدول (٢٣-٣) حساب احتمالية أن المديرين ذوي القدرة الأفضل من المتوسط في اختيار الأسهم سوف يتفوقون على السوق[٧].

ولقد كانت النتائج مدهشـة؛ فحتى إذا اختار مديرو الأموال الأسـهم التي يكون العائد المتوقع لها ١٪ سنوياً أكثر من السوق، سوف يكون هناك احتمالية بنسبة ٦٢,٧٪ فقط بأنها سـوف تتجاوز متوسط العائد في السوق بعد عشر سـنوات، واحتمالية بنسبة ٧١,٢٪ فقط بأنها سـوف تتجاوز متوسط العائد في السوق بعد ثلاثين عاماً. وإذا اختار المديرون الأسهم التي سوف تتفوق على السوق بنسبة ٢٪ سنوياً، سوف يكون هناك فرصة بنسبة ٧٤٪ فقط بأن هذه الأسـهم سـوف تتفوق في الأداء على السوق بعد عشر سـنوات. ويعني ذلك أنه يوجد فرصة من أربعة: أنها سـوف تكون أقل من متوسـط الأداء في السـوق. ويعد طول الوقت ضرورياً كي يكون التأكد معقولاً بأن المديرين سـوف يتفوقون في الأداء، وأن السوق سوف يصمد في الفترة التجريبية لتحديد القيمة الحقيقية للأسهم.

جدول (٢٣-٣) احتمالية التفوق في الأداء على السوق بالاعتماد على المخاطر التاريخية والعوائد من ١٩٧٢م - ٢٠١٢م

العائد المتوقع الفائض	فترة الاحتفاظ بالسنوات						
	١	٢	٣	٥	١٠	٢٠	٣٠
٪١	٪٥٤,١	٪٥٥,٧	٪٥٧,٠	٪٥٩,٠	٪٦٢,٧	٪٦٧,٦	٪٧١,٢
٪٢	٪٥٨,١	٪٦١,٣	٪٦٣,٨	٪٦٧,٥	٪٧٤,٠	٪٨١,٩	٪٨٦,٧
٪٣	٪٦١,٩	٪٦٦,٦	٪٧٠,١	٪٧٥,٢	٪٨٣,٢	٪٩١,٣	٪٩٥,٢
٪٤	٪٦٥,٧	٪٧١,٦	٪٧٥,٨	٪٨١,٧	٪٨٩,٩	٪٩٦,٤	٪٩٨,٦
٪٥	٪٦٩,٢	٪٧٦,١	٪٨٠,٨	٪٨٦,٩	٪٩٤,٤	٪٩٨,٨	٪٩٩,٧

ويعد اكتشاف المدير السيئ مهمة صعبة على حدٍ سواء. ففي الواقع، قد يقوم المدير المالي بالتفوق في الأداء في السوق بحوالي ٤٪ سنوياً لما يقرب من خمسة عشر عاماً، قبل أن تكون متأكداً إحصائياً (بمعرفة أن المتوسط أقل من فرصة واحدة في ٢٠ فرصة خاطئة) أن المدير سيئ بالفعل وليس لديه حظ سيئ فقط. وبحلول ذلك الوقت، قد تنخفض الأصول الخاصة بك إلى النصف مما كنت قد رجعت به إلى السوق.

كما أن الحالات القصوى من الصعب التعرف عليها. بالتأكيد قد تعتقد أن المدير الذي يختار الأسهم التي يكون من المتوقع أن تتفوق في الأداء على السوق بنسبة ٥٪ سنوياً، يعد إنجازاً يتحقق بالصناديق التعاونية غير الصامده منذ عام ١٩٧٠م، والتي من شأنها أن تتوقف بسرعة. ولكن ليس بالضرورة أن يكون الأمر كذلك؛ فبعد سنة واحدة، سيوجد فقط ٧ فرص من واقع ١٠ فرص بأن هذا المدير سوف يتفوق في الأداء على السوق، وتزيد الاحتمالية بنسبة ٧٦,٨٪ فقط بأن المدير سوف يتفوق في الأداء على السوق بعد عامين.

وافترض أنك أعطيت شاباً، لم يكتشف بيتر لينش - شخص يتفوق في الأداء على المدى الطويل علي السوق بحوالي ٥٪ سنوياً على حافة الإنذار، سوف يقوم بالثورة إذا لم يطابق على الأقل السوق بعد عامين. ويوضح جدول (٢٣-٣) احتمالية ضربه للسوق على مدى

عامين بحوالي ٧٦,١٪ فقط. ويعني ذلك أنه يوجد ما يقرب من فرصة من واقع أربعة فرص بأنه سوف يكون أقل في الأداء من السوق، وسوف تقوم بإطلاق لينش، والحكم عليه بأنه غير قادر على اختيار الأسهم الفائزة!

استمرار العوائد المجزية:

هل يوجد لدى بعض مديري الأموال الذين لديهم أيد ساخنة، بمعني أنهم يكونون أضعف في الأداء عن المتوسطات في الماضي، أن يكون من المرجح قيامهم بالأمر مرة ثانية في المستقبل؟ لم تتوصل نتائج العديد من الدراسات إلى معالم واضحة فيما يتعلق بذلك. ويوجد بعض الأدلة أن الصناديق التي تتفوق في الأداء في عام واحد تتفوق في الأداء في العام التالي[٨]. ويعد هذا الاستمرار قصير المدى محتملاً بسبب اتباع المديرين لنمط معين من الاستثمار، وتظل الأنماط غالباً صالحة لعدة سنوات.

ولكن على مدى الفترات الأطول، وجدت قدرة مديري الصناديق على الاستمرار في التفوق في الأداء على السوق دعماً أقل. وافترض كل من إيدورد إليتون ومارتن جرابر وكرستوفر بليك أن التفوق في الأداء يستمر حتى فترات تصل لثلاث سنوات[٩]، ولكن عارض كل من بيرتون مالكيل وجاك بوجل وشاركهما آخرون هذا الاعتراض[١٠،١١]. وعلى أيه حال، يمكن للأداء أن يتغير فجأة وبشكل غير متوقع. ربما ضعف أداء ماجلان بعد ترك بيتر لينش للصندوق لم يدهش بعض المستثمرين، ولكن يد بيل بيلر الساخنة مع قيمة ثقة ليج ماسون، والتي سجلت رقماً قياسياً لمدة خمس عشرة سنة متتالية من ضرب مؤشر ستاندرد وبورز ٥٠٠، تحولت فجأة وبشكل غير متوقع إلى فتور في عام ٢٠٠٦م وعام ٢٠٠٧م.

أسباب ضعف أداء إدارة الأموال:

لا يرجع الأداء الضعيف بشكل عام للصناديق وفقاً للسوق إلى أن مديري الصندوق يقومون باختيار الأسهم الخاسرة، حيث يتخلف أداؤهم عن المعايير بشكل كبير بسبب أن الصناديق تفرض رسوم وتكاليف تجارية غالباً ما تكون مرتفعة بنسبة ٢٪ أو أكثر سنوياً. أولاً، وللسعي إلى تحقيق عوائد مجزية، يقوم المديرون بشراء وبيع الأسهم، التي تتضمن

دفع عمولات سمسرة ودفع فرق عطاء، أو الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع للأسهم. ثانياً، يقوم المستثمرون بدفع رسوم إدارة (وربما رسوم مبيعات وتحميل) إلى المنظمات والأفراد الذين يقومون بشراء هذه الصناديق. وأخيراً، غالباً ما يتنافس المديرون مع المديرين الآخرين ذوي المهارة المتساوية أو المتفوقة في اختيار الأسهم. وكما ذكر سابقاً، من الاستحالة الرياضية على أي شخص أن يقوم بأفضل من السوق في كل دولار يتفوق في الأداء عن المتوسط، ويجب على بعض مستثمري الدولار الآخرين أن يكونوا أقل في الأداء عن المتوسط.

المعرفة القليلة تعد شيئاً خطيراً:

إنه لمن المثير للاهتمام أن المستثمر الذي يوجد لديه بعض المعرفة بمبادئ تقييم الأسهم، يكون في كثير من الأحيان أسوأ من أي شخص آخر ليس لديه أي معرفة، والذي قرر أن ينظم محفظته الاستثمارية. فعلى سبيل المثال، اتخاذ المبتدئين، مثل المستثمر الذي يتعلم فقط تقييم الأسهم، إنه المستثمر الذي تباع له معظم الكتب التي تكون بعنوان كيفية التغلب على السوق. قد يلاحظ المبتدئ أن الأسهم قد حققت أرباحاً جيدة جداً ولكن سعرها لا يرتفع كثيراً، حيث إنه يعتقد أن تبرير ذلك بالأخبار الجيدة، ولذلك يقوم بشراء الأسهم.

ويعرف المستثمرون المطلعون أن ظروفاً خاصة قد تتسبب في زيادة الأرباح وليس من المرجح أن تتكرر هذه الظروف في المستقبل. وبالتالي، يكون المستثمرون المطلعون أكثر سعادة لبيع الأسهم إلى المبتدئين، ويدركون أن الارتفاع في سعر الأسهم ليس له مبرر. ويحقق المستثمرون المطلعون عوائد من خلال المعرفة الخاصة بهم، حيث يقومون بتحقيق عوائد من المبتدئين الذين يعتقدون أنهم قد وجدوا صفقة. ويكون المستثمرون المنظمون غير المطلعين، والذين لا يعرفون حتى ما هي أرباح الشركة، أفضل من المستثمر الذي يعد في بداية تعلمه للأسهم.

إن مقولة: «المعرفة القليلة تعد شيئاً خطيراً» تثبت نفسها لتكون مناسبة للغاية في الأسواق المالية؛ حيث تبدو العديد منها متناقضة مع أسعار الأسهم (أو معظم الأصول المالية الأخرى، لهذه المسألة)، تكون بسبب تداول المستثمرين المطلعين بالمعلومات الخاصة التي لا يكون من السهل معالجتها من قبل الآخرين. وعندما تبدو الأسهم رخيصة جداً أو غالية جداً، يكون غالباً التفسير السهل خاطئاً، والمتعلق بأن المتداولين العاطفيين أو الجاهلين

لديهم أسـهم مسعرة بشـكل غير صحيح. وفي معظم الأحيان، هناك سبب وجيه يرجع إلى تسـعير الأسهم بهذا النحو، وهذا هو السـبب الذي يجعل المبتدئين الذين يشترون الأسهم الفردية على أساس البحوث الخاصة بهم، غالباً ما يتصرفون على نحو سيئ للغاية.

تحقيق الربح من التجارة المستنيرة:

عندما يصبح المبتدئون أكثر اسـتنارة، فإنهم بلا شـك سـوف يجدون بعض الأسهم التي ستكون أقل من قيمتها أو أعلى من قيمتها، وسوف يبدأ تداول هذه الأسهم لتعويض تكاليف المعاملات والصفقات الخاسرة ذات الاسـتنارة السـيئة. وفي مرحلةٍ مـا، قد يصبح المتداول مسـتنيراً بما فيه الكفاية للتغلب على تكاليف المعاملات ومطابقة أو تجاوز عوائد السـوق. وتتمثل الكلمة الأساسـية في أن عدداً من المسـتثمرين الذين كانوا دائماً قادرين على التفوق في الأداء على السـوق الصغير. وبالنسـبة للأفراد الذين لم يكرسوا الكثير من الوقت لتحليل الأسهم، تكون احتمالية التفوق المستمر للأسهم في الأداء عن المتوسط أمراً بعيد المنال.

ومع ذلك، تجذب البسـاطة الواضحة لاختيار الأسـهم الفائزة وتجنب الأسـهم الخاسرة العديد من المسـتثمرين إلى التداول النشـط. ولقد تعلمنا في الفصل الثاني والعشرين أنه يوجد ميلٌ متأصلٌ لدى الأفراد لرؤية أنفسهم وأدائهم فوق المتوسط، وتوجه لعبة الاستثمار بعضـاً مـن أفضل العقول في العالم، ويقتنع العديد من المسـتثمرين بشـكل خاطئ بأنهم أكـثر ذكاءً مـن الرجل القادم الذي يلعب نفس لعبة الاسـتثمار. ولكـن حتى مجرد كونه ذكياً كالمسـتثمر القادم، لا يعد أمراً جيداً بما فيه الكفاية. فالمتوسـط في لعبة إيجاد فائزين للسوق، سوف ينتج عنه ضعف في أداء السوق؛ نظراً لتقليل تكاليف المعاملات من العوائد.

وفي عام ١٩٧٥م، كتب تشارلز د. إيليس شريك في شركة جرين وود، مقالاً مؤثراً بعنوان: «لعبـة الخـاسر». ولقد أوضح فيه أن مع وضع تكاليف المعامـلات في الاعتبار، يجب على المديرين الماليين العاديين التفوق في الأداء عن السوق بهوامش لا تكون ممكنة؛ نظراً لكونهم بأنفسهم اللاعبين الرئيسيين في السوق. ولقد اختتم إيليس قائلاً: «على النقيض من هدفهم المبين الأعلى للتفوق في الأداء على متوسطات السوق، لا يهزم مديرو الاستثمار السوق، وإنما يقوم السوق بهزيمتهم»[١٢].

كيف تؤثر التكاليف على العوائد:

قد يبدو التداول والتكاليف الإدارية ذات ٢ أو ٣ ٪ سنوياً صغيرة مقارنة بتقلبات السوق عاماً بعد الآخر، كما قد تبدو صغيرة للمستثمرين الذين يربحون عوائد بنسبة ٢٠٪ أو ٣٠٪ سنوياً. ولكن هذه التكاليف تكون مضرة للغاية لتراكم الثروة على المدى البعيد. فاستثمار ١,٠٠٠ دولار في عائد مركب من ١١٪ سنوياً، بالقرب من متوسط العائد الأسمى للأسهم منذ الحرب العالمية الثانية، سوف يتراكم إلى ٢٣,٠٠٠ دولار على مدى ثلاثين عاماً، وسوف تقلل الرسوم السنوية بنسبة ١٪ من التراكم النهائي بمقدار الثلث تقريباً. وبرسوم سنوية تصل إلى ٣٪، يكون مقدار التراكم ما يزيد قليلاً عن ١٠,٠٠٠دولار أقل من نصف عائد السوق. وتتطلب النقطة المئوية الإضافية للتكاليف السنوية تقاعد المستثمرين البالغين ٢٥ عاماً بمدة سنين أكثر في وقت لاحق، مقارنة بما كان سيحدث في حالة غياب مثل هذه التكاليف.

الشعبية المتزايدة للاستثمار المجهول:

أدرك العديد من المستثمرين أن الأداء الضعيف للصناديق المدارة بفاعلية مرتبط بالمؤشرات المعيارية بقوة، التي تعني أنها تكون جيدة كي تعادل عائد السوق لواحدة من الفهارس ذات القاعدة العريضة. ولقد شهد عام ١٩٩٠م زيادة هائلة في الاستثمار المجهول، واستبدال الصناديق التي كان الغرض من بيعها مطابقة أداء المؤشر.

يعد صندوق مؤشر الطليعة ٥٠٠ هو أقدم وأكثر صناديق المؤشرات شعبية[١٣]. ولقد بدأ الصندوق ببصيرة جون بوجل وارتفع إلى ١١,٤ مليون دولار فقط عندما ظهر لأول مرة عام ١٩٧٦م، واعتقد عدد قليل أن المفهوم سوف يبقى على قيد الحياة. ولكن ببطء وبثبات، جمع المؤشر الزخم، ووصلت أصول الصندوق إلى ١٧ بليون دولار في نهاية عام ١٩٩٥م.

وفي المراحل الأخيرة من ازدهار السوق في التسعينيات، ارتفعت شعبية الفهرسة. وبحلول مارس ٢٠٠٠م، عندما وصل مؤشر ستاندرد وبورز ٥٠٠ إلى أعلى مستوياته على الإطلاق، ادعى الصندوق لقب أكبر صندوق أسهم في العالم، بأصول تقدر بحوالي ١٠٠ بليون دولار. ولقد أصبحت الفهرسة شائعة جداً بحيث تم استثمار ما يقارب من ٧٠ ٪ من الأموال في الستة أشهر الأولي من عام ١٩٩٩م في صناديق المؤشر[١٤]. وبحلول عام ٢٠١٣م، جذبت

جميع صناديق مؤشر الطليعة ٥٠٠ أكثر من ٢٧٥ بليون دولار في الأصول، وجذبت صناديق سوق الطليعة للأسهم الإجمالية التي تضمنت الأسهم الصغيرة حوالي ٢٥٠ بليون دولار.

وتتمثل أحـد مناطق الجذب في صناديق المؤشر في تكلفتها المنخفضة للغاية. فقد كان إجمالي التكلفة السـنوية لصندوق مؤشر الطليعة ٥٠٠ حوالي ٠,١٥٪ فقط من قيمة السوق (وبأقل بمقدار نقطتين أساسـيتين لمستثمري المؤسسـات الكبيرة). وبسبب تقنيات التداول الملكية ودخل الفائدة من إقراض الأوراق المالية، انخفضت صناديق مؤشر الطليعة وستاندرد وبورز ٥٠٠ للمسـتثمرين الفرديين بحوالي ٩ نقاط أساسـية خلف المؤشر خلال السـنوات العشر الأخيرة، ولقد تفوق صندوق مؤشر سـتاندرد وبورز ٥٠٠ لمسـتثمري المؤسسات على المؤشر القياسي[١٥].

القصور في المقاييس المرجحة الرأسمالية:

على الرغم من النجاح السـابق لصناديـق المؤشرات، وخاصة تلـك الصناديق المرتبطة بمؤشر سـتاندرد وبورز ٥٠٠، إلا أن شـعبيتها قد تؤدي إلى إحداث مشكلات لدى مستثمري المؤشرات في المسـتقبل. ويعد السبب بسـيطاً؛ فإذا دخلت شركة إلى مؤشر ستاندرد وبورز ٥٠٠ تؤدي إلى ارتفاع سـعر أسـهمها، نتيجة للشراء المبالغ فيه لصناديق الأسـهم، وسـوف تحتفظ صناديق الأسـهم بعدد من الأسـهم المبالغة في السعر والتي سوف تؤدي إلى كساد العوائد المستقبلية.

ولقد حدث مثال جيد للمبالغة في السـعر عندما تـم إضافة شركة ياهو شركة الإنترنت المعروفة إلى مؤشر ستاندرد وبورز ٥٠٠ في شهر ديسمبر ١٩٩٩م. ولقد أعلن مؤشر ستاندرد وبـورز بعد إغلاق التـداول في الثلاثين من نوفمبر، أن شركة ياهـو قد تضاف إلى المؤشر في الثامن من ديسمبر. وفي صباح اليوم التالي، تم افتتاح ياهو بما يقرب من ٩دولار لكل سهم منذ إغلاقه اليوم السـابق، واسـتمرت في الارتفاع حتى قاربت ١٧٤ دولاراً للسـهم الواحد في السـابع من ديسـمبر، عندما قامت صناديق المؤشر بشراء هذه الأسهم من أجل مطابقة السـهم. وخلال خمسـة أيام فقط من التـداول بين إعلان إضافة ياهـو إلى المؤشر وحتى أصبحت عضواً رسمياً، ارتفعت الأسهم بنسبة ٦٤٪. ولقد كان متوسط حجم التداول خلال هذه الأيام الخمسـة ٣٧ مليون سـهم، أكثر من ثلاثة أضعاف متوسط الثلاثين يوماً الماضية.

وفي السابع من ديسـمبر، عندما امتلكت صناديق المؤشر الأسهم، وصل حجم التداول ١٣٢ مليون سهم، مما يمثل ٢٢ بليوناً لتداول أسهم ياهو.

ولقـد تكـررت هذه القصة في معظم الأسـهم التي أضيفت إلى المـؤشر، بالرغم من أن متوسـط حجم الربح كان أقل بكثير من ياهو. وقد نشر مؤشر ستاندرد وبورز ٥٠٠ دراسة في شـهر سـبتمبر ٢٠٠٠م، والتي حددت كيف يؤثر إضافة سـهم إلى مؤشر ستاندرد وبورز على السـعر. وأشـارت هذه الدراسـة إلى أنه منذ تاريخ إعلان التاريـخ الفعال للقبول في مؤشر سـتاندرد وبورز ٥٠٠، ارتفعت الأسهم بالمتوسط بنسبة ٨,٤٩٪[١٦]. وخلال العشرة أيام التالية لدخول ياهو، انخفضت هذه الأسـهم بمتوسـط ٣,٢٣٪، أو حـوالي ثلث الربح الذي تم تحقيقيه. وبعد عام من الإعلان، تم محو خسـائر ما بعد الدخول، وكان متوسـط ربح الأسهم الجديدة ٨,٩٨٪، ولقد تم تصحيح جميع هذه النسب المئوية لحركات السوق ككل. وأشـارت دراسـة أخري أنه على الرغم من انخفاض الربح في السنوات الأخيرة، إلا أن أسعار الأسهم المقبولة في مؤشر ستاندرد وبورز مازالت ترتفع لأكثر من ٤٪ كاستجابة للإعلان[١٧].

الأساس المرجح في مقابل مؤشر الرأسمالية المرجح:

بالرغم من المبالغة في سـعر الأسـهم الجديدة الداخلة إلى مؤشر سـتاندرد وبورز ٥٠٠، تقريبـاً جميع هذه المـؤشرات التي تكون ذات اسـتثمار هام تتبع مثل هــذا المؤشر الذي تم إنشـاؤه من قبل ستاندرد وبورز، ومجموعة راسل للاسـتثمار، أو شركة ويلشاير، وتكون جميعها ذات قيم رأسـمالية. وهذا يعني أن كل شركة في المؤشر يتم وزنها بقيمة السوق أو أوقات السعر الحالي وأعداد الأسهم القائمة. وفي الآونة الأخيرة، تتكيف معظم هذه المؤشرات مع كمية الأسـهم، عن طريق اسـتبعاد المحتفظات الداخلية التي تتكون من مواضع كبيرة، تحفظ من قبل المطلعين والحكومة من إجمالي الأسـهم القائمة. ويمكن أن تكون محتفظات الحكومة كبيرة بشـكل خاص في الاقتصاديات المدمجة. ويسـمى عدد الأسهم بعد التعديل باسم: الأسهم المعدلة الطافية، حيث تشير الطافية إلى عدد الأسهم المتاحة بسهولة للشراء[١٨].

ومن المؤكد أن المؤشرات المرجحة الرأسـمالية لديها بعض الخصائص الجيدة جداً. فأولاً وكـما لوحظ في الفصل السـابق، تمثل هذه المؤشرات متوسـط أداء الـدولار المرجح لجميع المستثمرين. لذلك؛ فبالنسبة لأي مستثمر لم يقم بتحقيق أفضل من المؤشر، يجب أن يقوم

شــخص آخر بالأســوأ. بالإضافة إلى أن هذه المحافظ في ظل افتراضات السوق الكفء، تقدم للمســتثمرين أفضــل مفاضلة بين المخاطر والعائــد، ويعني ذلك أنه عند أي مســتوى من الخطورة، تقدم هذه المحافظ الرأســمالية المرجحة أعلى عوائد، ولأي عائد معين، تقدم هذه المحافظ أدنى مستوى من الخطورة، وتسمى هذه الخاصية: متوسط - كفاءة التباين.

وتعــد الافتراضات التي تســود بموجبها هــذه الخصائص صارمة جــداً. وتعد المحافظ الرأســمالية المرجحة هي الأمثل فقط في حالة كان الســوق فعالاً، بمعنى أن سعر كل سهم يكــون في جميع النقــاط في الوقت تقدير غير متحيز للقيمة الكامنة الحقيقية للمؤسســة. ولا يعني ذلك أن ســعر كل ســهم يكون دائماً صحيحاً، ولكن يعني أنه لا توجد معلومات يمكن الحصول عليها تسمح للمستثمرين بتحقيق أفضل تقدير لقيمتها الحقيقية. وفي ظل الســوق الفعال، إذا كان سعر السهم يتراوح بين ٢٠ دولاراً و٢٥ دولاراً للحصة، يكون أفضل تقدير للتغير في القيمة الكامنة للمؤسســة ٢٥٪ أيضاً، ولا يوجد عوامل غير مرتبطة بالقيمة الأساسية والتي يمكن أن تغير سعر السهم.

ولكن كما ســبق وتعلمنا في الفصل الثاني عشر، يوجد العديد من الأســباب التي تجعل أســعار الأســهم تتغير، والتي لا تعكس التغيرات في القيمة الكامنة للشركة. وتتم الصفقات بســبب الســيولة والائتمان والضريبة، والتي يمكن أن تؤثر على أســعار الأســهم إلى جانب المضاربين، بناءً على معلومات غير موجودة وليس لها أي أساس من الصحة. وعندما تتسبب حركات ســعر الأسهم بسبب عوامل غير مرتبطة بالتغيرات الأساسية في قيمة الشركة، تكون أســعار السوق صاخبة، ولا تكون ذات تقديرات غير متحيزة للقيمة الحقيقية. وكما لوحظ سابقاً في هذا الكتاب، لقد أطلقت على هذه الطريقة من البحث في السوق افتراض السوق الصاخب، ولقد وجدته بديلاً جذاباً لافتراض الســوق الكفء الذي يهيمن على المهنة المالية على مدى الأربعين عاماً الماضية.

وإذا كانت فرضية صخب الســوق هي تمثيل أفضل لكيفية عمل الأســواق، فلا تعد في هذه الحالة المؤشرات المرجحة الرأسمالية أفضل محافظ للمستثمرين. ويعد المؤشر الأفضل هو المؤشر المرجح الأساسي، الذي يتم فيه وزن كل سهم من خلال بعض المقاييس للبيانات المالية الأساســية للشركة، مثل: المخصصات، والأرباح والتدفقات النقدية، والقيمة الدفترية، بدلاً من القيمة السوقية لأسهمها[١٩].

وتعمــل المؤشرات المرجحة الرأســمالية بهذه الطريقــة؛ يتم اختيار الأربــاح المزعومة كمقياس لقيمة الشركة، وإذا كانت تمثل E إجمالي الأرباح بالدولار للأسهم المختارة للمؤشر، تكون Ej الأرباح من شركة معينة، ومن ثم الوزن المعطَى للشركة في المؤشر الأســاسي يكون Ej/E، حصتهــا مــن إجمالي الأرباح بدلاً من حصتها من قيمة الســوق، كــما هو الحال في المؤشرات المرجحة الرأسمالية.

وبالنســبة للمؤشرات المرجحة الرأســمالية، لا يتم بيع الأســهم أبداً مهما بلغ الســعر. ويرجع ذلك إلى أن الأســواق تتسم بالكفاءة، ويمثل السعر القيمة الأساسية للشركة، ولا يتم تبرير أي عملية شراء أو بيع.

ومع ذلك في المؤشر المرجح الأســاسي، إذا ارتفع ســعر الســهم، ولكــن لم يرتفع المؤشر المرجح الأســاسي، مثل الأرباح، يتم بيع الحصص حتى يتم بيع قيمة الأسهم في المؤشر بأدنى من مســتوياتها الأصلية. ويحدث العكس عندما تنخفض الأســهم لأسباب لا ترتبط بالمؤشر المرجح الأســاسي. وفي هذه الحالة، يتم شراء الأسهم بسعر منخفض حتى يمكن إعادة قيمة الأســهم إلى مستوياتها الأصلية. ويُســمى القيام بهذه العمليات من البيع أو الشراء بإعادة توازن المحافظ المرجحة الأساسية، ويحدث ذلك عادةً مرة واحدة سنوياً.

وتتمثل أحد مزايا المحافظ المرجحة الأساسية في أنها تتجنب الفقاعات، الزيادات الفائقة في ســعر الأســهم والتي لا يصاحبها زيــادة في المخصصات والأربــاح أو غيرها من المقاييس الموضوعيــة لقيم الشركــة. ولقد كان هذا بالفعــل هو الحال عــام ١٩٩٩م وفي أوائل عام ٢٠٠٠م عندما قفزت أســهم التكنولوجيا والإنترنــت إلى قيم مقدرة غير عادية، علي أمل أن أرباحها من شأنها أن تبرر سعرها. وقد تقوم أي محفظة مرجحة أساسية ببيع هذه الأسهم مع ارتفاع السعر، في حين يستمر المؤشر المرجح الرأسمالي في الاحتفاظ بها؛ نظراً لأن فرضية الكفاءة السوقية تفترض أن زيادة جميع الأسعار مبررة.

لاحظ أن الفهرســة الأساسية لا تحدد أيًّا من الأســهم يكون مبالغاً في قيمته أو أقل من قيمته. إنه مؤشر سلبي، ويتم القيام بعمليات الشراء أو البيع للأسهم الفردية وفقاً لمعادلات محددة ســلفاً، وبالتأكيد سوف يتم شراء بعض الأســهم المبالغ في سعرها وسيتم بيع بعض الأســهم الأقل من ســعرها، ولكن يتضح أنه إذا كانت الأســعار محددة من قبل افتراضات

صخب السوق، فمن ثم وفي الطبيعي تنخفض المحفظة التي تشتري الأسهم التي تنخفض أكثر من الأساسيات، وتقوم ببيع الأسهم التي ترتفع أكثر من الأساسيات، وسوف تعزز عوائد أكثر من المؤشر المرجح الرأسمالي وتحد من المخاطر[٢٠].

تاريخ المؤشر المرجح الأساسي:

لقد بدأ الدافع نحو المؤشر المرجح الأساسي في الأسواق الدولية. وفي عام ١٩٨٠م، عندما كانت سوق اليابان للأوراق المالية في فقاعة، بحث العديد من المستثمرين ذوي المحافظ المتنوعة دولياً إلى إيجاد وسيلة ثابتة لخفض وزن الأسهم اليابانية. وفي ذلك الوقت، وضعت شركة مورجان ستانلي الرأسمالية الدولية مؤشرا دولياً يقوم بوزن كل دولة عن طريق إجمالي الناتج المحلي بدلاً من رأسمالية السوق، ولحسن الحظ انخفضت المخصصات في الأسهم اليابانية[٢١].

وفي عام ١٩٨٧م، قامت مجموعة إدارة الأصول الكمية لروبرت جونز بوضع وإدارة مؤشر الأسهم الأمريكية الذي كان فيه وزن كل شركة في المؤشر يتمثل في أرباح الشركة. ولقد أشار جونز إلى هذه الإستراتيجية بأنها الاستثمار الاقتصادي؛ لأن نسبة كل شركة في المؤشر كانت مرتبطة بأهميتها الاقتصادية بدلاً من رأسمالية السوق[٢٢]. ثم قام دايفيد موريس في وقت لاحق، مؤسس الشركة العالمية لتخصيص الثروة ورئيسها التنفيذي، بابتكار إستراتيجية تتضمن عدة عوامل أساسية في متغير واحد: «الثروة».

وفي عام ٢٠٠٣م، قام كل من باول وود وريتشارد إيفانز بنشر بحث قائم على المدخل الأساسي، يقوم بتقييم مؤشر الأرباح المرجح لأكبر مئة شركة[٢٣]. وفي أوائل عام ٢٠٠٥م، قام روبرت دي أرنوت من شركة بحوث بالتعاون مع جاسون هسو وفيليب مور بنشر ورقة عمل في مجلة المحللين الماليين بعنوان: «الفهرسة الأساسية»، التي عرضت عيوب المؤشرات المرجحة الرأسمالية وتطرقت إلى قضية الإستراتيجيات القائمة على المؤشر الأساسي[٢٤]. وفي ديسمبر عام ٢٠٠٥م، أطلقت باورشيرز أول صناديق مؤشرات مرجحة أساسية من أجل تتبع المؤشر الذي تم إنشاؤه من قبل شركة البحوث اعتماداً على المبيعات والتدفقات النقدية والقيم الدفترية والمخصصات. وبعد ستة أشهر، أطلقت شركة ويسدم تري للاستثمارات عشرين صندوق مؤشر اعتماداً على المخصصات، وتم اتباعها حتى عام ٢٠٠٧ مع ستة صناديق أخرى اعتماداً على الأرباح.

وتعد الأدلة التاريخية التي تدعم المؤشر المرجح الأساسي أمراً مثيراً للإعجاب. ومنذ عام ١٩٦٤م وحتـــى عام ٢٠١٢م، بلغ العائد الســنوي المركب على المــؤشر المرجح للمخصصات على جميع الأســهم الأمريكية حوالي ١٠٫٨٤٪ ســنوياً، ١١٧ نقطة أساسية أعلى من المحافظ المرجحة الرأســمالية التي تعتمد على نفس الأســهم، في حــين كان تقلب المحافظ المرجحة للمخصصــات أقل من المحافظ المرجحة الرأســمالية، وتفوقت العوائد في الأداء مع تقلبات أقــل عبر القطاعات المقاســة والقطاعــات الدولية. وعلى وجه التحديــد، منذ عام ١٩٩٦م وحتى عام ٢٠١٢م، تفوق مؤشر مورغان ســتانلي الرأســمالي الدولي المرجح للمخصصات في الأداء على مؤشر EAFE بحوالي ٣٫٥٪ من النقاط سنوياً.

ويعتمد التفوق طويل المدى في أداء المؤشرات المرجحة الأساســية بشــكل أســاسي على التأكيــد على الإســتراتيجيات القائمة على القيمة. وتتلقي الأســهم ذات المخصصات الأعلى من المتوســط أو الأقل من المتوسط أوزاناً أكبر في المؤشرات المرجحة الأساسية عن المؤشرات المرجحة الرأســمالية، ولكن تعد المؤشرات المرجحة الرأســمالية متنوعة بشــكل أفضل عن المحافــظ ذات الأســهم القيمة فقــط، وتاريخيًّا كانــت الأفضل من حيث خطــورة عوائد المقايضات. وباختصار، تعد المؤشرات المرجحة الأساســية ذات خصائص أكثر جذباً لتتحدى سيادة الأسهم المرجحة الرأسمالية لدى المستثمرين طويلي المدى.

الخاتمة:

لا يعد الأداء الســابق لصناديق الأســهم المدارة بنشاط بالأداء المشــجع؛ حيث لا توفر معظم رسوم الصناديق للمستثمرين العوائد المجزية، ويمكن أن تكون ذات عبءٍ كبير على تراكــم الثروة. علاوة على ذلك، من الصعب للغاية تحديد المدير المالي الجيد، حيث يلعب الحظ دوراً كبيراً في نجاح النتائج الاستثمارية.

وعند أخذ التكاليف في الاعتبار، فتكون نســبة كبيرة من صناديق الأسهم المدارة بفاعلية متأخرة بشــكل كبير عن المؤشرات القياســية، وقد يكون معظم المستثمرين أفضل حالاً في صناديق المؤشر المرجح الرأسمالي أو صناديق المؤشر المرجح الأساسي.

الهوامش:

1. Benjamin Graham and Seymour Chatman, ed., Benjamin Graham: The Memoirs of the.
2. Charles D. Ellis, "The Loser's Game," Financial Analysts Journal, vol. 31, no. 4.
3. Fund data provided by Walter Lenhard of the Vanguard Group. See John C. Bogle, Dean of Wall Street, New York: McGraw-Hill, 1996, p. 273. July/August 1975). Bogle on Mutual Funds, Burr Ridge, IL: Irwin Professional Publishing, 1994, for a fuller description of these data. Successful Investing, 5th ed., New York: Norton, 1990, p. 362 cent, compared with 13.88 percent for the Wilshire 5000, while its correlation coeffi-.
4. Burton G. Malkiel, A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for.
5. The standard deviation of the Magellan Fund over Lynch's period was 21.38 per.
6. The Superinvestors of Graham-and-Doddsville, Hermes, the Columbia Business.
7. Money managers are assumed to expose their clients to the same risk as would the.
8. Darryll Hendricks, Jayendu Patel, and Richard Zeckhauser, Hot Hands in Mutual.
9. Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, and Christopher R. Blake, The Persistence of Risk-.
10. Burton G. Malkiel, A Random Walk Down Wall Street, 8th ed., New York: Norton,.
11. John C. Bogle, The Little Book of Common Sense Investing, Hoboken, NJ: Wiley, 2007, cient with the Wilshire was .86. School Magazine, 1984 (reprinted 2004). market, and the money managers have a correlation coefficient of .88 with market returns, which has been typical of equity mutual funds since 1971 Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988," Journal of Finance, vol. 48, no. 1 (March 1993), pp. 93-130. Adjusted Mutual Fund Performance," Journal of Business, vol. 69, no. 2 (April 1996), pp. 133-152 2003, pp. 372-274. Chap. 9.
12. Ellis, The Loser's Game Financial Analysts Journal, p. 19.
13. Five years before the Vanguard 500 Index Fund, Wells Fargo created an equally weighted index fund called "Samsonite," but its assets remained relatively small.
14. Heather Bell, "Vanguard 500 Turns 25, Legacy in Passive Investing." Journal of Inder Issues, Fourth Quarter 2001, pp. 8-10.
15. The Vanguard Institutional Index Fund Plus shares, with a minimum investment of $200 million, have outperformed the S&P 500 Index by 3 basis points over the 10.
16. Roger J. Bos, Event Study: Quantifying the Effect of Being Added to an S&P Index, New.
17. See David Blitzer and Srikant Dash, Index Effect Revisited, Standard & Poor's.
18. Practically, there is no bright line between those shares "readily available" and those.

19. As a matter of full disclosure, I am a senior investment strategy advisor at.
20. Robert D. Arnott, Jason C. Hsu, and Philip Moore, Fundamental Indexation, years ending June 30, 2013. York: McGraw-Hill, Standard & Poor's, September 2000 September 20, 2004 that are not. Holdings by index funds may actually be less available than those of close family members. Wisdom Tree Investment, Inc., a company that issues fundamentally weighted ETFs Financial Analysts Journal, vol. 61, no. 2 (March/April 2005). Also Social Science Research Network (SSRN).
21. Henry Fernandez, "Straight Talk," Journal of Indexes, July/August 2007 Imvestments, August 6, 1990. Journal of Indexes, Second Quarter 2003.
22. Robert Jones, "Earnings Basis for Weighting Stock Portfolios," Pensions and.
23. Paul C. Wood and Richard E. Evans, "Fundamental Profit-Based Equity Indexation,".
24. Arnott, Hsu, and Moore, "Fundamental Indexation." Financial Analysts Journal.



الفصل الرابع والعشرون
هيكلة المحافظ للنمو طويل المدى

يعد المدى الطويل دليلاً مضللاً في الشؤون الحالية. فعلى المدى الطويل، سنكون جميعاً في عـداد الأموات. ولقد وضع خبراء الاقتصاد لأنفسـهم مهمة سـهلة للغاية وغير مجدية للغاية، إذا كانوا يسـتطيعون في مواسم العاصفة أن يخبرونا أن العاصفة أطول من السابق، وأن المحيط سوف يكون مسطحاً.

جون مينارد كينز، ١٩٢٤م[1].

فترة الاحتفاظ المفضلة لي تكون للأبد.

وارن بيوفت، ١٩٩٤م[2].

لا يمكن لأي شـخص أن يجادل مقولة كينز بأننا على المدي الطويل سـنكون جميعاً في عـداد الأموات، ولكن يجب أن تخـدم الرؤية طويلة المدي كدليل للعمـل اليوم. فأولئك الذيـن يركزون انتباههم وتوجيههم خلال الأوقـات العصيبة، يكونون أكثر عرضة للانضمام إلى المستثمرين الناجحين. ومعرفة أن البحر سوف يكون مسطحاً بعد مرور العاصفة، يعد أمراً عديم الجدوى، مثلما أكد كينز، ولكنه يكون مريحاً بشكل كبير.

الجوانب العملية للاستثمار:

كي تكون مستثمراً ناجحاً على المدى الطويل، يعد أمراً سهلاً من حيث المبدأ وأمراً صعباً في التطبيق. فهو سـهل من حيث المبدأ؛ لأن إسـتراتيجية بيع المحافظ الاستثمارية المتنوعة للأسهم أوالاحتفاظ بها يكون عن أي قدرة تنبؤيه، وتكون متاحة لجميع المستثمرين، بغض النظر عن مسـتوى ذكائهم وحكمهم أو حالتهم الماليـة، ولكن ذلك يكون صعباً من حيث التطبيق؛ لأننا نكون معرضين إلى قوى عاطفية يمكن أن تقودنا إلى الضلال. فالحكايات من الأفراد الذين حققوا ثروة كبيرة بسرعة في السـوق قد تغرينا للعب اللعبة بشـكل مختلف تماماً عما نقصده.

كما تدفعنا الذاكرة الانتقائية إلى الاتجاه الخاطئ. فالأفراد الذين يتابعون السوق عن كثب، يفترضون في كثير من الأحيان أنهم يعرفون أن السوق أو الأسهم سوف ترتفع! إذا كنت قد عملت على حكمي! كنت قد حققت ضرباً للنقود! ولكن يلعب التفكير المتأخر الكثير من الحيل في عقولنا، وننسى الشكوك التي كانت تساورنا عندما قمنا باتخاذ قرار بعدم الشراء. ويمكن للتفكير المتأخر أن يشوه تجاربنا السابقة ويؤثر على حكمنا، ويشجعنا على اللعب ومحاولة التفوق على المستثمرين الآخرين، الذين يكونون بدورهم في نفس اللعبة.

وبالنسبة لمعظم المستثمرين، يقود الدخول في هذا المسار إلى نتائج كارثية؛ حيث إننا نقوم بعدد كبير جداً من المخاطر، وتكون تكاليف المعاملات الخاصة بنا مرتفعة، ونجد أنفسنا نستسلم لمشاعر التشاؤم عندما ينخفض السوق، ونستسلم لمشاعر التفاؤل عندما يرتفع السوق، ويقود ذلك إلى الإحباط حيث تنتج الإجراءات الخاطئة في تحقيق عوائد أقل بكثير مما يمكن أن نحققه بمجرد البقاء في السوق.

إرشادات للاستثمار الناجح:

يتطلب تحقيق عوائد جيدة في الأسهم الحفاظ على التركيز وإستراتيجية الاستثمار المنضبطة على المدى الطويل، ويتعين وضع المبادئ المذكورة أدناه في الاعتبار والتي أخذت من البحوث التي تناولها هذا الكتاب، وتُمكن كلاً من المستثمرين الجدد والمخضرمين من تحقيق أفضل أهداف الاستثمار الخاصة بهم.

١- اجعل توقعاتك تتوافق مع التاريخ. فتاريخيًّا، قد أعطت الأسهم عائداً فيما بين ٦٪ و٧٪ بعد التضخم على مدى القرنين الماضيين، وتم بيعها بمتوسط نسبة أرباح للسعر بحوالي ١٥٪.

وسوف يصل العائد السنوي الحقيقي البالغ ٦,٥٪، والذي يضمن المخصصات المعاد استثمارها إلى ضعف القوة الشرائية لمحفظة الأسهم الخاصة بك كل عشر سنوات. وإذا استمر التضخم في نطاق ٢٪ أو ٣ ٪، سوف تكون العوائد الاسمية للأسهم ٩٪ سنوياً، والذي سيضاعف القيمة المالية لمحفظتك الاستثمارية كل ثماني سنوات.

وعلى الرغم من السجل الممتاز طويل المدى، إلا أن عوائد الأسهم ليست مستقلة بقيمتها المقدرة، ويعد العائد الحقيقي البالغ ٦٪ أو ٧٪ متسقاً مع السوق الذي يتاجر بأرباح تقدر ب ١٥ مرة.

ولكن لا يوجد سبب لكون نسبة أرباح السعر ١٥ سوف تكون النسبة الصحيحة لأسعار الأسهم. ولقد حدد الفصل الثاني عشر أنه قد يكون هناك بعض الأسباب التي ترجع لارتفاع سوق الأوراق المالية بنسبة أعلى من نسبة أرباح السعر في المستقبل، مثل: انخفاض تكاليف المعاملات أو انخفاض العوائد على السندات.

٢- عوائد الأسهم أكثر استقراراً على المدى البعيد بالمقارنه معها في المدى القصير. على مدى الوقت، تعوض الأسهم على النقيض من السندات المستثمرين عن ارتفاع معدل التضخم. وبالتالي، عندما يصبح الأفق الاستثماري الخاص بك أطول، قم بوضع جزء كبير من الأصول الخاصة بك في الأسهم.

وتعتمد النسبة المئوية التي يجب أن تحتفظ بها من محفظتك في الأسهم على الظروف الفردية. ولكن اعتماداً على البيانات التاريخية، يجب على المستثمر ذي الأفق طويل المدى أن يحتفظ بجزء كبير من الأصول المالية الخاصة به في الأسهم. ولقد أوضح الفصل السادس أنه خلال فترات الاحتفاظ التي تبلغ عشرين عاماً أو أكثر، يكون للأسهم عائد مرتفع وخطورة أقل بعد التضخم مقارنة بالسندات.

وتعد الأصول طويلة المدى الخالية من الخطورة هي سندات الخزانة المحمية من التضخم. وفي السنوات الأخيرة، يتراوح العائد الحقيقي لهذه السندات فيما بين - ١٪ أو + ١٪، والذي يعد أقل من العوائد التاريخية على الأسهم. ويسمى الفرق بين العوائد على الأسهم والعوائد على السندات: قسط الأسهم، وتاريخيًّا يكون في صالح الأسهم في جميع الدول في حالة توفر البيانات.

٣- استثمر النسبة الأكبر من محفظة الأسهم الخاصة بك في صناديق مؤشر الأسهم ذي التكلفة الأقل.

أوضح الفصل الثالث والعشرون أن المؤشرات الواسعة، مثل: مؤشر ويلشاير ٥٠٠٠ ومؤشر ستاندرد وبورز ٥٠٠، قد تفوقوا في الأداء لما يقرب من اثنين من كل ثلاثة صناديق

مشتركة منذ عام ١٩٧١م. ومن خلال مطابقة السوق عاماً بعد الآخر، يكون مستثمر المؤشر بالقرب من أعلى ذروة عندما يحصي العوائد طويلة المدى.

ويوجد العديد من الصناديق التعاونية للمؤشرات وللتداول التي تتبع عن كثب المؤشرات الأساسية لسوق الأوراق المالية، ويجب على مستثمري صناديق المؤشر المرجح الرأسمالي الإصرار على نسبة إجمالي المصروفات السنوية بمعدل ٠,١٥٪.

٤- استثمار الثلث على الأقل من محفظة الأسهم الخاصة بك في الأسهم الدولية، مثل تلك التي لا يقع مقرها حالياً في الولايات المتحدة. وتصبح الأسهم في الدول ذات النمو المرتفع مبالغة في السعر وتنتج عوائد منخفضة للمستثمرين.

ليس لدى الولايات المتحدة اليوم سوى حوالي نصف رأس مال الأسهم على مستوى العالم، وينخفض هذا الجزء بشكل سريع. ويعد امتلاك الأسهم الأجنبية أمراً لا بد منه في الاقتصاد العالمي اليوم. وفي المستقبل، سوف يخسر الموقع الجغرافي لمقر الشركة قيمته كعامل استثماري، وسوف يسيطر: ما، وأين، ولمن تبيع الشركة منتجاتها، على نظام التصنيف الجديد.

وعلى الرغم من الزيادة في الترابط على المدى القصير بين عوائد الدول، تعد الحالة في الاستثمار الدولي مقنعة. ففي جميع الدول التي تم دراستها، قد تخطت عوائد الأسهم بسهولة عوائد السندات والأصول ذات الدخل الثابت على مدى القرن الماضي. لا تقم بالاتكال أكثر مما ينبغي على الدول ذات النمو المرتفع التي تتجاوز نسبة القيمة المقدرة لديها الأرباح بواقع ٢٠ مرة. وتوضح البيانات الواردة في الفصل الثالث عشر أن المستثمرين يبالغون في مثل هذا النمو.

٥- تاريخيًّا، توجد أسهم القيمة - تلك الأسهم ذات نسبة أرباح السعر المنخفضة والتي تنتج مخصصات مرتفعة، عوائد مجزية، وخطورة أقل عن أسهم النمو. قم بإمالة محفظتك الاستثمارية نحو القيمة، عن طريق شراء محافظ ذات فهرسة سلبية لأسهم القيمة أو صناديق المؤشر المرجح الأساسي.

وضح الفصل الثاني عشر أن الأسهم ذات نسبة أرباح السعر المنخفضة والتي تنتج مخصصات مرتفعة، قد تفوقت في الأداء على السوق على مدى الخمسين عاماً الماضية،

وقد كانت ذات معدل خطورة أقل. ويتمثل أحد الأسباب في التفوق في الأداء أن أسعار الأسهم غالباً ما تتأثر بالعوامل التي ترتبط بالقيمة الحقيقية، مثل: السيولة والمعاملات المحفزة بالضرائب، والمضاربة القائمة على الشائعات، والشراء والبيع للتجار النشطين. وفي مثل هذه الظروف، سوف تعرض الأسهم ذات الأسعار المنخفضة بالنسبة لأساسياتها للمستثمرين ملفاً للعائد وخطورة أفضل.

ويمكن للمستثمرين الاستفادة من الانخفاض في السعر عن طريق شراء المحافظ المدارة المجهولة ذات السعر المنخفض لأسهم القيمة، أو المؤشرات المرجحة الأساسية التي تزن كل سهم عن طريق حصته من المخصصات أو الأرباح بدلاً من قيمته السوقية. وتاريخيًّا، تعد المؤشرات المرجحة الأساسية ذات عوائد مرتفعة وخطورة أقل من المؤشرات المرجحة الرأسمالية.

٦- وأخيراً، ضع قواعد صارمة للحفاظ على المحفظة الخاصة بك على المسار الصحيح، وخاصة إذا وجدت نفسك تستسلم للعاطفة اللحظية. وخاصة إذا كنت قلقاً نحو السوق، قم بالجلوس وإعادة قراءة الفصل الأول من هذا الكتاب.

غالباً ما ترسل التقلبات في مشاعر المستثمر أسعار السوق إلى أعلى وأدنى من القيم الأساسية الخاصة بها. ومن الصعب مقاومة إغراءات الشراء عندما يكون الجميع متفائلين، والبيع عندما يكون الجميع متشائمين. ومن منطلق أنه من الصعب جداً تجنب معنويات السوق، يجني معظم المستثمرين في كثير من الأحيان عوائد قليلة. ويوضح الفصل الثاني والعشرون كيف يساعد التمويل السلوكي المستثمرين على فهم وتجنب المصائد السيكولوجية الشائعة التي تتسبب في ضعف أداء السوق. كما يسلط الفصل الأول والخامس انتباه المستثمرين على الصورة الكبيرة حول المخاطر والعائد.

تنفيذ الخطة ودور المستشار في الاستثمار:

لقد قمت بكتابة الأسهم على المدى الطويل لتوضيح العوائد المتوقعة على الأسهم والسندات؛ ومن أجل تحليل العوامل الأساسية المؤثرة على هذه العوائد. وسوف ينظر العديد من المستثمرين إلى هذا الكتاب: «اجعله دليلاً لك»؛ من أجل اختيار الأسهم

وهيكلة المحفظـة. ولكن لا تعد معرفة الاســتثمارات الصحيحة مثل تنفيذ الإســتراتيجية الصحيحة للاســتثمار. وكما أشار بيتر بيرنشتاين بجدارة في المقدمة إلى أن الاستثمار الناجح يمنع المستثمرين من تحقيق أهدافهم المنشودة.

ويتمثل المأزق الأول في التداول في كثير من الأحيان لضرب الســوق. فلم يقتنع العديد من المســتثمرين بالأرباح بنســبة ٩٪ كعائد سنوي على الأســهم، حيث إنهم على علم بأن الأســهم دائماً ما ســوف تتضاعف ضعفين أو ثلاثة أضعاف في السعر على مدى الاثني عشر شهراً المقبلة، ويعد الوصول لذلك أمراً في غاية السرور، ويحلم العديد بشراء الشركات المقبلة العملاقــة في مهدها، ولكن الدليل قاطع على أن المســتثمرين الذين يســعون إلى الشركات الفائــزة، يعانون من عوائد منخفضة بســبب تكاليف المعامــلات والعوائد المنخفضة ذات التوقيت السيئ.

أما المســتثمرون الذين أثيروا باختيار الأســهم الفردية، فغالباً ما يتحولون إلى الصناديق التعاونية في بحثهم عــن العوائد المرتفعة، إلا أن اختيار الصناديق التعاونية يعد ذا عقبات مماثلة، حيث يســتبدل المديرون النشــطون ذوي الأداء المتفوق الســابق الأســهم النشطة كإســتراتيجية جديدة لضرب الســوق. وكنتيجة لذلك؛ ينهي العديد من المستثمرين لعب نفس اللعب مثلما حدث مع الأسهم الفردية، ويعانون من عوائد أقل من المتوسط.

أما المســتثمرون الذين تخلوا أخيراً عن محاولة اختيار أفضــل صناديق، فإنهم يقومون بمتابعة إستراتيجية أكثر صعوبة، حيث إنهم يحاولون التغلب على السوق عن طريق توقيت دورات السوق. ومن المثير للدهشة، أنه غالباً ما يقع المستثمرون الأكثر اطلاعاً في هذا الفخ. فعــن طريق وفرة الأخبار والمعلومات والتعقيبات الماليــة، يكون من الصعب للغاية البقاء بمعزل عن رأي الســوق. وكنتيجة لذلك؛ يستســلم دافع الفــرد إلى الخوف عندما ينخفض السوق أو يصاب بالجشع عندما ترتفع الأسهم ارتفاعاً كبيراً.

ولقد حاول العديد مقاومة هذا الدافع. وقد يقول العقل: «ابقَ على المسار»، ولكن هذا ليس بالأمر الســهل القيام به؛ عندما يســمع الفرد أن العديد من المستمرين الآخرين بما في ذلك الخبراء، ينصحون المستثمرين بالتغلب على التسرع، وإنه لمن السهل متابعة ما يفعله الآخرون عن التصرف بشكل مستقل. ومثلما ذكر جون ماينارد كينز أن: «الحكمة الدنيوية

تُعلِّم أنه من الأفضل للسمعة الفشل تقليديًّا عن النجاح بشكل غير تقليدي»[٣]. ويعد الفشل عن طريق اتباع نصيحة الخبراء أسهل من الفشل عن طريق رفض إجماع الاستثمار والوقوف بعيداً عن الحشد.

ماذا يعني كل ذلك لقارئ هذا الكتاب؟ إن إستراتيجية الاستثمار السليم تمثل تحدياً سيكولوجياً وعقليًّا. وكما هو الحال مع التحديات الأخرى في الحياة، يكون من الأفضل سعي المهنيين للمساعدة في هيكلة وتحديد المحفظة المتنوعة بشكل جيد، إذا كان يجب عليك أن تقرر طلب المساعدة، كن متأكداً من اختيار مستشار الاستثمار المحترف الذي يتفق مع المبادئ الأساسية للتنوع، والاستثمار طويل المدى الذي تبنَّيته في هذه الفصول، ويكون في متناول الجميع تجنب مصائد الاستثمار وجني المكافآت الزاخرة التي تكون متوفرة في الأسهم.

تعليق ختامي:

تعد سوق الأسهم مثيرة، وتسيطر حركاتها اليومية على الصحافة المالية، وتحدد تدفق البليونات من الدولارات في رأس المال الاستثماري، ولكن أسواق الأسهم تكون بعيدة كثيراً عن رمز المثالية الرأسمالية. وتوجد أسواق الأوراق المالية في كل دولة تقريباً على مستوى العالم، وتعد القوة الدافعة وراء تخصيص رأس المال العالمي والمحرك الأساسي للنمو الاقتصادي. وتتمثل الفرضية الأساسية لهذا الكتاب في أن الأسهم تمثل أفضل طريقة لتجميع الثروة على المدى الطويل، ولا يزال ذلك صحيحاً حتى يومنا هذا منذ صدور الطبعة الأولى من كتاب الأسهم على المدى الطويل عام ١٩٩٤م.

الهوامش:

1. John Maynard Keynes, A Tract on Monetary Reform, London: Macmillan, 1924, p. 80.
2. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," U.S. News & World Report, June 20, 1994 58.
3. John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest, and Money, New York: Harcourt, Brace & World, 1965, First Harbinger Edition, p. 158.

المترجم في سطور

د. هند بنت محمد بن عبدالرحمن آل الشيخ

المؤهلات العلمية:

- دكتوراه في الاقتصاد من الجامعة الأمريكية بواشنطن في اقتصاديات سوق العمل والنوع الاجتماعي، ١٩٩٨م.

الوظيفة الحالية:

- أستاذ الاقتصاد المشارك بقطاع المالية والاقتصادية بمعهد الإدارة العامة، والمديرة العامة للفرع النسائي بالرياض.

الخبرات العلمية والعملية:

- أستاذ الاقتصاد المساعد، كلية العلوم الإدارية والتخطيط، جامعة الملك فيصل.
- مشرفة أكاديمية وإدارية على قسم إدارة الأعمال، كلية العلوم الإدارية والتخطيط، جامعة الملك فيصل، ١٩٩٩-٢٠٠١م.
- اقتصادي أول بقسم الشرق الأوسط ووسط آسيا، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ٢٠٠٩-٢٠١٠م.
- عميدة كلية إدارة الأعمال بجدة، ٢٠١٠-٢٠١١م.
- مستشارة سياسات وإستراتيجيات بوحدة التنمية الاقتصادية، جامعة الملك عبدالله للعلوم والتكنولوجيا، ٢٠١٠-٢٠١٢م.
- تقديم عدد من الاستشارات لعدد من الجهات الحكومية في مجال التخطيط والتنظيم.
- الحصول على مِنح بحثية من البنك الدولي، بالاشتراك مع مركز كوثر لدراسات المرأة، ومن مركز البحوث الاقتصادية (ERF).
- نشر عدد من البحوث المتخصصة في اقتصاديات العمل والنوع الاجتماعي وتحليل السياسات العامة.

- عضو مجلس الأمناء لمنتدى الرياض الاقتصادي للدورتين السابعة والثامنة.

- رئيسة لجان المقابلات الشخصية للمرشحات للوظيفة: تعمل ملحقاً وسكرتيراً ثانياً في وزارة الخارجية، ٢٠١٤-٢٠١٦م.

- المشاركة في العديد من المؤتمرات المحلية والدولية.

مراجع الترجمة في سطور

أ. د. أحمد إبراهيم ملاوي

المؤهلات العلمية:

- دكتوراه في الاقتصاد، جامعة ميسوري، كولومبيا، الولايات المتحدة الأمريكية، ١٩٩٩م.

الوظيفة الحالية:

- أستاذ جامعي.

الخبرات العلمية والعملية:

- مدرس مساعد، دائرة الاقتصاد، جامعة ميسوري، كولومبيا، الولايات المتحدة الأمريكية، من عام ١٩٩٧م وحتى بداية عام ١٩٩٩م.
- رئيس قسم الاقتصاد وقسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة مؤتة، الكرك، الأردن، منذ ٢٠٠٤/٩/١م وحتى ٢٠٠٥/٨/٣١م.
- عضو هيئة تدريس، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن منذ ٩/١٩/ ٢٠١١م وحتى الآن.
- عضو لجنة للنظر في المجلات العلمية الخاصة بترقية أعضاء هيئة التدريس في كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية في جامعة اليرموك، الأردن خلال العام الجامعي ٢٠١٢/٢٠١١م.
- رئيس اللجنة التنفيذية لضبط الجودة في جامعة مؤتة، الأردن من ٢٠٠٩/١٢/١٦م وحتى ٢٠١٠/٨/٣١م.
- مقرر مجلس قسم الاقتصاد، جامعة اليرموك، إربد، الأردن خلال العام الدراسي ٢٠٠٦/٢٠٠٥م.
- رئيس جمعية الدراسات العليا في دائرة الاقتصاد، جامعة ميسوري، كولومبيا، الولايات المتحدة الأمريكية/ خلال العام الدراسي ١٩٩٩/١٩٩٨م.

أهم الأبحاث والدراسات المنشورة:

أولاً - باللغة العربية:

- "أثــر الضرائــب الحكومية على أداء بورصة عمان: نمــوذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعــة (ARDL)"، مجلة المنارة للبحوث والدراســات، عــمادة البحث العلمي، جامعة آل البيت، الأردن، ٢٠١٦م، بالاشتراك مع باحثٍ ثانٍ.
- "تأثــير العولمة الاقتصادية على البيئــة في دول الاتحاد الأوروبي ودول الكوميســا"، مجلة جامعة الملك ســعود (العلوم الإدارية)، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية، المجلد ٢٦، العدد ١، ٢٠١٤م، بالاشتراك مع باحثٍ ثانٍ.
- "الفعالية النســبية للسياستين الماليــة والنقدية في النشـــاط الاقتصادي الجزائري للفترة (١٩٨٠-٢٠٠٩م): نمــوذج الانحــدار الــذاتي الهيكلي المتجــه (SVAR)"، مجلــة العلوم الاقتصاديــة والإدارية ، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الإمــارات العربية المتحدة، العين، الإمارات العربية المتحدة، المجلد ٢٧، العدد ٢، ديسمبر ٢٠١١م، بالاشتراك مع باحثٍ ثانٍ.
- "تأثير الائتمان المصرفي على النشــاط الاقتصادي باســتخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجة (VAR): دراســة حالة الأردن خلال الفترة الزمنية (١٩٧٠-٢٠٠٣م)"، مجلة النهضة، كلية الاقتصاد والعلوم السياســية، جامعــة القاهرة، مصر، المجلد التاســع، العدد الأول، يناير ٢٠٠٨م. بالاشتراك مع باحثٍ ثانٍ.
- "الفعالية النســبية للسياستين الماليــة والنقدية في النشـــاط الاقتصادي الجزائري للفترة (١٩٨٠-٢٠٠٩م): نمــوذج الانحــدار الــذاتي الهيــكلي المتجــه (SVAR)"، مجلــة العلوم الاقتصاديــة والإدارية، كليــة الإدارة والاقتصاد، جامعة الإمــارات العربية المتحدة، العين، الإمارات العربية المتحدة، المجلد ٢٧، العدد ٢، ديسمبر ٢٠١١م، بالاشتراك مع باحثٍ ثانٍ.

ثانياً - باللغة الإنجليزية:

1- "The Impact of Monetary Policy on Foreign Reserves: MABP Approach"
المجلــة الأردنية للعلوم الاقتصادية، مجلة علمية محكمــة تصدر عن الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، المجلد (٣)، العدد (٢)، ٢٠١٦م.

2- "The Impact of Inflation and Financial Crisis on Stocks' Prices in Amman Stock Exchange: UVAR Model".

مجلة المنارة للبحوث والدراســات، دورية علميــة متخصصة محكمة تصدر عن جامعة آل البيت، الأردن، المجلد ٢٢، العدد ٣ ب، ٢٠١٦م، بالاشتراك مع باحثٍ ثانٍ.

4- "Economic Globalization and Labor Productivity: An Application of Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Bounds Testing Approach".

مجلــة (International Journal of Business and Statistical Analysis)، مجلة علميــة محكمة تصدر عن جامعــة البحرين، البحرين، المجلــد (١)، العدد (١)، تموز ٢٠١٤م.

5- "The Output Effect of Foreign Aid and Foreign Direct Investment in Jordan: ARDL Modeling Analysis".

مجلة دراسات (العلوم الإدارية)، مجلة علمية محكمة تصدر عن عمادة البحث العلمي، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، المجلد (٤٠)، العدد (٢)، تموز ٢٠١٣م.

6- "The Impact of Interest Rate on Investment in Jordan: A Cointegration Analysis".

مجلة جامعة الملك عبد العزيز"الاقتصاد والإدارة"، مجلة علمية محكمة تصدر عن كلية الاقتصاد والإدارة في جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية الســعودية، المجلد (٢٤)، العدد الأول، عام ٢٠١٠م، بالاشتراك مع باحثٍ ثانٍ.

تم التصميم والإخراج الفني والطباعة في
الإدارة العامة للطباعة والنشر بمعهد الإدارة العامة - ١٤٤١هـ

هذا الكتاب:

قدَّم جيرمي سيجل نصًّا علميًّا يُعَدُّ مرجعيةً للمستثمرين في سوق الأسهم؛ حيث استعرض الكتاب جميع الأحداث والمتغيرات على مدى عدة عقود، والتي يمكن أن تؤثر على أي محفظة متنوعة في المدى الطويل. وخلص المؤلِّف إلى أن الاستثمار في هذه الأصول معقدٌ جداً؛ لأن جميع الأخبار والأحداث باختلاف أنواعها - وكذلك السلوك البشري - تؤثر على عوائد الاستثمار. وتساعد الطبعة الخامسة المنقَّحة من نص جيرمي سيجل التي بين أيديكم في فهم هذا النظام الاجتماعي الاقتصادي المعقَّد بشكلٍ أفضل، وتُبين كيف يمكن لهذه المعرفة أن تُحسِّن قرارات المستثمر المالية، وإنْ كان لا يُقدِّم نصائح استثمارية. كما أن القارئ سيجد قراءة تفصيلية لكيفية أداء أسواق الأسهم على المدى القصير والطويل، وما هي العوامل وراء الركود العام، والركود من ديسمبر ٢٠٠٧ إلى يونيو ٢٠٠٨-٢٠٠٩ والذي كان بسبب الرهون العقارية عالية المخاطر والاستثمارات العقارية الأخرى في ٢٠٠٨، وكذلك استعراض للعوامل التي تُحدِّد نجاح الاستثمار على المدى الطويل. واستعرض الكاتب ماهية التغيُّر في الاقتصاد الأمريكي خلال المائتي سنة الماضية، بسبب التحوُّل من مجتمع زراعي إلى مجتمع صناعي، ثم نتيجة لتحوُّل الولايات المتحدة إلى قوة اقتصادية، وانعكاسات ذلك على الأسواق الاستثمارية. حيث نجد أنه منذ عام ١٩٢٦، عانت الولايات المتحدة من أزمة الكساد الأعظم، ونمو ما بعد الحرب العالمية الثانية، والطفرة التكنولوجية، والأزمة المالية والركود لعام ٢٠٠٨. كما استعرض الكتاب كيفية تحقيق المزيج الأمثل في المحافظ الاستثمارية، بحيث تشمل الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى التي تُحقِّق عوائد على أساس مستوى تحمُّل المخاطر للمستثمر. واستعرض المؤلِّف أيضاً أهمية الأخذ في الاعتبار الأرباح والضرائب؛ إذ يجب على المستثمرين على المدى الطويل أن يحاولوا زيادة العائدات الحقيقية بعد خصم الضرائب من خلال الاستثمار في الأسهم بدلاً من السندات، وكذلك إمكانية التغلب على السوق من خلال استعراض أكثر العوامل التي يجب على المستثمرين أخْذُها بعين الاعتبار عند محاولة اختيار الأسهم. كما استعرض الكاتب الجانب العاطفي للاستثمار، وكيف أن الاستثمار يُعَدُّ تجربةً عقلانية وعاطفية على حدٍ سواء.

وباختصار، فإن الكتاب خلص إلى أنه على مدار قرنين من التحولات الكبيرة، من ١٨٠٢ إلى ٢٠١٢، بلغ متوسط عائدات الأسهم السنوية ضعفَي متوسط عوائد السندات الحكومية طويلة الأجل، ونحو ثلاثة أضعاف عوائد سندات قصيرة، وما يقرب من ثمانية أضعاف عوائد الذهب، حيث استعرض المؤلِّف عجز الذهب عن مواكبة التضخُّم خلال فترة الـ ٢١٠ سنوات هذه، في حين ضاعفت الأسهم في المتوسط "قوتها الشرائية" كل ١٠ سنوات. على وجه الخصوص، في أول ١٥٠ عاماً من هذه الفترة، كان مستوى السعر العام ثابتاً إلى حدٍ ما، ثم قامت الولايات المتحدة والدول المتقدمة الأخرى بتغيير المعيار النقدي العالمي من الذهب إلى الورق، وهو ما أدى إلى التضخم الذي أثَّر على عائدات الأصول. وباختصار، فإن جيرمي سيغل توصَّل في هذا الكتاب إلى أنه:

"لا توجد أي فئة أصول أخرى (السندات أو السلع أو الدولار) تعرض استقرار عوائد حقيقية طويلة الأجل كما تفعل الأسهم".


9786038276181

تصميم وإخراج وطباعة الإدارة العامة للطباعة والنشر ـ معهد الإدارة العامة ١٤٤١هـ